

UNIVERSITÉ DE PARIS --- FACULTÉ DE DROIT

LES BANQUES
ET LA
Politique de Placement à l'Etranger
DE
L'ÉPARGNE NATIONALE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences politiques et économiques)

Présentée et soutenue le Samedi 1^{er} Décembre 1923

PAR

JEAN DE MONTÉTY

Président : M. GERMAIN-MARTIN, Professeur.

Assesseurs : { M. K. ALLIX, Professeur.
 { M. H. LESCURE, Chargé de Cours.



ÉDITIONS DE
LA VIE UNIVERSITAIRE
13, QUAI DE CONTI, PARIS (VI^e)

1923

LES BANQUES

ET LA

Politique de Placement à l'Etranger

DE L'ÉPARGNE NATIONALE



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547116_0063

UNIVERSITÉ DE PARIS --- FACULTÉ DE DROIT

LES BANQUES
ET LA
Politique de Placement à l'Etranger
DE
L'ÉPARGNE NATIONALE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences politiques et économiques)

Présentée et soutenue le Samedi 1^{er} Décembre 1923

PAR

JEAN DE MONTÉTY

Président : M. GERMAIN-MARTIN, Professeur.
Assesseurs : { M. K. ALLIX, Professeur.
 M. H. LESCURE, Chargé de Cours.



ÉDITIONS DE
LA VIE UNIVERSITAIRE
13, QUAI DE CONTI, PARIS (VI^e)

1923

*La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.*



INTRODUCTION

La politique de placement à l'étranger d'une notable portion des disponibilités nationales a, depuis longtemps, retenu l'attention et suscité les critiques des économistes et des financiers. On s'est inquiété, un peu tardivement peut-être, de l'abondance des titres étrangers dans le portefeuille français. Les banques ont été accusées d'avoir créé, ou tout au moins, favorisé une situation considérée comme préjudiciable aux intérêts généraux du pays. Elles ont répondu qu'elles ne faisaient guère en ce domaine que suivre les impulsions de la clientèle. Certains ont été jusqu'à réclamer l'intervention de l'Etat, sous une forme ou sous une autre, pour mettre obstacle à l'exportation de l'épargne et la retenir à l'intérieur au profit de l'agriculture, de l'industrie et du commerce. Aujourd'hui, au lendemain de la grande guerre qui a mis à l'épreuve tant de théories et de méthodes, projeté la lumière sur tant de querelles anciennes, l'heure semble bien choisie pour exposer et résoudre la question dont il s'agit, d'une manière complète et impartiale.

Est-il nécessaire de faire ressortir l'intérêt pratique et théorique du sujet que nous abordons ? En fait, le problème posé n'est autre que celui de la collaboration des établissements de Crédit, des pouvoirs publics et du public même, des capi-

talistes et des épargnants dans la direction de la politique financière. Au point de vue des idées et des tendances, ce problème est un aspect particulièrement vivant du conflit de l'étatisme et de l'individualisme, du nationalisme et du libre échangeisme.

« Supposons, écrivait M. Jules Domergue, que la France fût la seule nation ayant une récolte de blé suffisante pour ses besoins, alors que les autres pays n'eussent que des récoltes déficitaires. Protesterait-on, dans ce cas, contre une mesure législative interdisant la sortie du blé de France, afin de nous empêcher de subir la famine ? Or, aujourd'hui, chez nous, il y a famine de capitaux pour les affaires françaises et cela, de par la seule volonté des dirigeants des grands établissements de crédit. Est-on dès lors en droit de nous blâmer si nous demandons qu'on coupe court à l'exode des capitaux français, alors que, sur tout notre territoire, ces capitaux sont aspirés pour être refoulés vers les pays étrangers, concurrents d'aujourd'hui, ennemis de demain peut-être ? »

C'était faire assez bon marché de la liberté du commerce en même temps que charger injustement les établissements de crédit d'une responsabilité exclusive de l'état de choses incriminé.

Les esprits libéraux pensaient autrement « chacun a le droit de vivre sous le clair soleil de la liberté, écrivait M. Lefranc : toute intervention légale, au détriment ou au profit des uns ou des autres, fausserait les lois générales du commerce et serait un acte de violence contre les préférences du principal intéressé : le public. ».

« Toucher à la liberté commerciale des sociétés de crédit, ajoutait le même auteur, ce ne serait pas seulement détruire l'œuvre du temps, de l'expérience et de la confiance publique,

ce serait aussi saper un des éléments principaux de notre force dans le monde, et nous enlever une bonne part de cette principauté monétaire qui a permis au marché français de traverser sans encombre des crises redoutables pour les autres grands marchés internationaux ».

Ces lignes étaient publiées en 1910. Mais l'antagonisme des tendances que les précédentes citations font apparaître, se retrouve aujourd'hui dans l'appréciation des faits antérieurs à la guerre et dans l'étude générale de la question des placements à l'étranger.

Le choix entre ces tendances doit être inspiré par l'expérience : car rien, peut-être, en matière sociale, n'est plus funeste que l'esprit systématique et à priori.

Comment d'abord la question a-t-elle pu naître ?

Nous ne rappellerons pas l'histoire de la révolution économique des derniers siècles qui permit l'avènement du grand capitalisme moderne, et de ce que l'école allemande a appelé avec Bücher l'avènement de l'économie nationale. Nous ne redisons pas comment l'industrie révolutionnée par les inventions, soutenue par des organisations bancaires plus perfectionnées, favorisée par la création de réseaux de plus en plus complets de voies de communication, se mouvant plus à l'aise dans des formes juridiques plus souples, a mis à jour ce régime du capitalisme moderne qui est un régime de gros profit et par suite de grosse épargne.

Il serait trop long également pour nous de montrer comment, peu nombreuse jusqu'alors, l'épargne avait pu s'employer pour la plus grande part en placements immobiliers les seuls qui parussent intéressants à l'époque. Tout ce qui était meuble

étant considéré comme sans valeur suivant le vieil adage des anciens jurisconsultes : « *Res mobilis, res vilis* ».

Pour ces placements immobiliers, les notaires, qui sont les grands conseillers des familles, gèrent alors souvent complètement les disponibilités de leurs clients. Ces derniers ont pleine confiance en eux, beaucoup se contentent même de toucher leurs intérêts sans s'inquiéter de l'emploi qui a été fait de leur argent.

Mais vers le XVIII^e siècle les choses vont changer, la fortune mobilière des nations va devenir petit à petit prépondérante.

Law notamment que nous voyons arriver en France le cerveau tout plein de conceptions hardies et le tempérament audacieux, va créer pour les actions la forme au porteur qui devait avoir une fortune si brillante. Nous le voyons lancer sa Compagnie des Indes et le public s'engouer pour les placements lointains, et se passionner pour l'agiotage. Paris en est tout secoué.

La France n'est d'ailleurs pas la seule à connaître cette fureur de spéculation aventureuse sur les valeurs mobilières. C'est l'époque en effet où en Hollande se crée le premier marché à terme pour satisfaire la vogue des actions de la Compagnie Néerlandaise.

Ce que ces mouvements avaient de passionné et d'exceptionnel pourra passer, mais un fait restera, c'est que les placements mobiliers vont voir ainsi petit à petit grandir leur fortune, les banquiers vont supplanter les notaires dans leur rôle de conseiller de l'épargne. Les banques vont se multiplier et se concentrer et elles sauront par le perfectionnement de leur outillage destiné à recevoir les dépôts, par l'ingéniosité de leurs méthodes, par la multiplicité des services rendus, attirer à leurs guichets toujours plus nombreux, une multitude toujours plus

grande d'épargnants et de capitalistes. Elles vont jouer alors un rôle de plus en plus actif et prépondérant dans les émissions de tous genres : Emprunts d'Etat, de Provinces, de Villes, actions et obligations de Sociétés de toutes sortes, dans la direction et l'orientation de l'Epargne nationale.

Or en France nous voyions avant la guerre une partie considérable de l'épargne nationale prendre le chemin de la frontière. Cette politique de placement à l'étranger de l'épargne nationale a-t-elle été heureuse ou malheureuse ? Et quelle a été dans ce mouvement l'influence des banques ? Ce sont là les questions que nous allons tâcher d'examiner attentivement et d'un point de vue positif.

Une étude d'ensemble du problème des placements à l'étranger nous paraît d'abord indispensable. Elle fera l'objet de la première partie du travail.

Dans une seconde partie nous rechercherons comment le problème s'est présenté et a été résolu en France, quelle a été la part des banques dans cette solution. Comment enfin la question du fait de la guerre s'est trouvée modifiée pour notre temps.

PREMIÈRE PARTIE

Essai d'Exposé Théorique de la Question des Placements à l'Etranger

Il existe plusieurs catégories de placements à l'étranger : les titres d'emprunt émis par les Etats, les obligations émises par les sociétés, les participations financières qui procurent aux capitalistes une véritable copropriété des entreprises, une part dans les bénéfices comme dans les pertes de celles-ci

A un autre point de vue on distingue les placements à court terme et à long terme. Les premiers consistent dans des prêts de banque à banque, des opérations d'arbitrage ou de reports. Les seconds consistent dans des achats de propriétés foncières, des participations ou des commandites industrielles, enfin des acquisitions de valeurs étrangères.

Ce dernier mode de placement, le plus important, est surtout à considérer. Un particulier peut acquérir toutes sortes de valeurs mobilières étrangères : fonds d'Etat, emprunts de provinces ou de villes, actions, parts ou obligations de sociétés.

Il n'est pas indifférent à une nation que ses capitaux restent à l'intérieur de ses frontières ou les franchissent. Il est dès lors permis de se demander si la défense et la protection des intérêts nationaux autorisent l'Etat à intervenir en cette matière, dans quelle mesure et dans quel sens cette intervention

peut s'exercer, quelle sera l'efficacité des mesures prises sous l'empire de ces préoccupations.

Pour trancher cette question au moyen d'éléments positifs il convient de rechercher avant tout quelles sont les causes et les conséquences des placements à l'étranger.

CHAPITRE PREMIER

Causes des Placements à l'Etranger

L'évolution des banques a produit un double mouvement de concentration : concentration des établissements de banque, concentration des capitaux.

D'abord la même loi de concentration qui agit dans le commerce des marchandises opère dans le commerce de l'argent. A côté des grands magasins, il y a les grandes banques qui étendent leurs succursales sur tous les points du territoire. Or la concentration des banques entraîne la concentration des capitaux. Les particuliers ont confié aux banquiers leurs disponibilités, les fonds appartenant à une multitude de capitalistes petits ou grands, ont convergé vers les établissements de crédit et y ont été mis en évidence.

Le phénomène de la concentration des capitaux paraît lui-même avantageux au point de vue social. Plus il y a de capital, plus il y a de travail, et plus il y a de travail, plus il y a de salaires. Il est donc utile au point de vue économique de réunir de nombreux capitaux oisifs ou cachés pour les employer. En

outre cette concentration sur les banques développe dans les masses les instincts d'épargne et d'économie. Elle profite au commerce et à l'industrie en amenant un abaissement du taux de l'intérêt de l'escompte. Mais cette concentration ne suffit pas par elle-même à expliquer les placements à l'étranger. Car si les établissements de Crédit et les journaux financiers donnent aux capitalistes des conseils et des directives qui peuvent influencer sur leur conduite, ces capitalistes conservent néanmoins leur liberté et placent leur argent suivant ce qu'ils considèrent comme leur intérêt.

Les causes qui les poussent à confier leurs fonds à un emprunteur étranger sont individuelles, on peut les ramener aux cinq chefs suivants :

- 1° L'espoir d'une rémunération supérieure des capitaux;
- 2° La recherche de débouchés nouveaux à l'aide de participations financières à l'étranger;
- 3° Le désir de varier les placements dans un but de sécurité;
- 4° L'opportunité de consentir des crédits à des clients étrangers ;
- 5° L'évasion fiscale.

Il y a lieu d'accorder quelque attention à chacun de ces groupes de causes des placements à l'étranger.

En premier lieu nous avons indiqué la *rémunération supérieure des capitaux*, c'est-à-dire la différence de taux entre les prêts à l'intérieur et les prêts à l'extérieur. Avant 1914 l'Etat français empruntait au 3 $\frac{1}{2}$ % alors que d'autres Etats consentaient 5 % et même davantage. Quant aux sociétés étrangères ce n'est qu'en apparence qu'elles empruntaient à un taux sensiblement égal à celui des sociétés françaises; la prime d'émission

était, en effet, plus forte pour les entreprises étrangères. Or le prêteur, sollicité par deux emprunteurs, l'un national, l'autre étranger, donne naturellement la préférence à celui qui lui offre les plus grands avantages. Le prêteur considère surtout l'opération sous deux aspects : celui de la sécurité, celui du taux de l'intérêt.

Si ce prêteur ne peut trouver un emprunteur qu'il puisse surveiller de près, parce que tous les besoins des solliciteurs nationaux sont satisfaits, il se contentera d'un emprunteur étranger qu'il surveillera plus difficilement, mais en se faisant payer une sorte de prime d'assurance, représentant dans son esprit une garantie contre les risques de non paiement des intérêts promis. « Cette prime d'assurance si ce placement est bon dit M. Gallien-Lamarche sera un supplément de gain pour le prêteur ; si le placement a été mauvais, elle ne représentera qu'une compensation plus ou moins forte suivant qu'elle aura été constituée par une augmentation du taux normal de l'intérêt sur le marché national du prêteur, qu'elle consistera en une prime d'émission ou qu'elle comprendra les deux à la fois. En temps normal on peut admettre que la prime d'assurance est un accroissement de gain, qui peut constituer une somme importante, quand la différence des deux taux d'intérêts (celui du marché national pour les prêts dans le pays même et celui pour les prêts étrangers) est assez grande ».

En somme à égalité de garanties et de confiance, le prêteur choisira celui qui donnera le plus fort intérêt sans que l'idée de prime d'assurance intervienne. A garanties et confiances inégales, le prêt sera d'ordinaire consenti à l'emprunteur offrant l'intérêt le plus fort — pourvu toutefois qu'il n'ait pas trop

mauvais crédit — ce supplément d'intérêt jouant alors comme prime d'assurance.

En second lieu nous avons mentionné, parmi les facteurs du mouvement d'exportation des capitaux, la *recherche de débouchés nouveaux à l'aide de participations financières* à l'étranger. La conquête des marchés extérieurs, l'écoulement des produits fabriqués ne seraient pas possibles si l'on ne se procurait d'abord la matière première dont à besoin l'industrie, si l'on ne trouvait ensuite des acheteurs. La participation financière est le meilleur moyen de s'assurer les matières premières ; elle est aussi une excellente méthode de création de débouchés. « Une participation, dit encore M. Gallien-Lamarche, est prise à l'étranger pour s'assurer un bénéfice certain, en raison de la situation privilégiée de l'entreprise ou du renom acquis par elle, pour s'assurer une matière première nécessaire à la marche de l'entreprise qui veut s'y intéresser, pour créer une communauté d'intérêts détruisant la concurrence entre deux firmes rivales, ou pour profiter de circonstances favorables et du bénéfice éventuel que produira l'entreprise à capitaux étrangers et nationaux. »

Sur le terrain financier, la participation procure l'avantage de faire profiter les particuliers intéressés des bénéfices produits sur le terrain industriel et commercial, elle établit des relations d'affaires entre les entreprises, celle qui participe et celle qui est constituée, elle fait profiter l'industrie du pays exportateur des commandes passées à cette industrie. Les participations financières créent des débouchés nouveaux et, à leur origine, il faut voir non seulement l'espoir d'un bénéfice important, mais aussi l'idée de se procurer des clients en traitant avec des

rivaux, en profitant de leur situation, en les remplaçant, tout cela grâce aux capitaux exportés.

La participation peut émaner d'une initiative nationale qui ne possède pas les capitaux suffisants pour monter ou continuer une entreprise déterminée. Mais la participation peut aussi n'être pas sollicitée et résulter d'une infiltration de capitaux dans le pays étranger en vue d'une acquisition d'intérêts chez un fournisseur, un client ou un rival en vue de préparer le terrain à l'expansion économique et à l'influence politique. Nous verrons en étudiant les conséquences des placements à l'étranger que l'Allemagne d'avant-guerre sut jouer de ce moyen avec une grande maîtrise pour le développement de sa politique mondiale.

La participation peut d'ailleurs émaner soit d'un groupe, soit d'un particulier. Dans le premier cas, les clients, les fournisseurs, les rivaux même s'intéressent à l'activité réciproque des uns et des autres. Dans le second cas, la participation se rapproche d'un simple achat de valeurs étrangères. Mais, en toute hypothèse, le rôle du capitaliste n'est pas celui d'un être inactif se contentant de toucher périodiquement ses revenus ; il apparaît comme celui d'un être actif suivant son capital dans ses avatars, conscient des conséquences individuelles et nationales de son action.

Les Allemands furent maîtres dans l'art des participations. Ils agissaient perfidement, commençant à mettre quelques capitaux dans les entreprises qu'ils guettaient en dehors de leurs frontières ; ils imposaient leurs gérants, leurs directeurs, leurs fondés de pouvoir à tous les degrés de la hiérarchie. Une fois en possession de la place ils écoulaient subrepticement les acteurs qui leur avaient servi à s'emparer de l'affaire et y

restaient avec un minimum de risques et tous les avantages qu'ils avaient fait attribuer à leurs représentants. Nous examinerons de plus près, dans la suite de ce travail les méthodes allemandes. Ajoutons seulement que la France aurait pû jouer, avant la guerre, un rôle plus important si au lieu de prêter ses capitaux à des provinces argentines ou brésiliennes, elle les avait consacrés à des participations financières mieux étudiées et plus habilement conduites que celles qu'elle a pratiquées.

Le *désir de varier les placements dans un but de sécurité* est une troisième source d'exportation des capitaux. La division des risques est une règle élémentaire de gestion d'un portefeuille. Elle permet de compenser les moins-values se produisant dans tel compartiment par les plus-values dont bénéficie tel autre compartiment. L'opportunité de varier les placements conduit d'une part à l'acquisition de valeurs mobilières nationales de catégories diverses, d'autre part à l'acquisition de valeurs étrangères d'un certain nombre de pays. Il est de toute évidence que le capitaliste qui aurait seulement prêté à l'Etat russe et aux entreprises russes, souffrirait cruellement aujourd'hui de son imprévoyance; nombreuses sont les personnes qui se repentent d'avoir fait dans leur portefeuille une part trop large aux placements russes.

Avant la guerre, la France prêtait partout. La préoccupation de la sécurité n'était cependant pas exempte du placement. « Nous recherchions volontiers les placements en pays neutres, dit M. Raphaël Georges Lévy, estimant qu'ils avaient des chances de ne pas être entraînés dans le conflit le jour où il éclaterait. En dehors de l'Europe nos rentiers tournaient leurs regards vers les deux Amériques, qu'ils s'imaginaient à l'abri de tout

conflit sérieux, et chez lesquels ils voyaient un développement économique encourageant. »

Une autre cause des placements à l'étranger, concerne surtout les *commerçants* et les *industriels* exportateurs : c'est l'*opportunité de consentir des crédits à des clients étrangers*. L'exportateur agit sagement en attendant que ceux-ci soient en mesure de payer. Les ouvertures de crédit qu'il leur fait équivalent à un prêt de capital effectué en nature et remboursé à terme en argent. Les placements de cette sorte favorisent les exportations et profitent, non seulement à l'industriel ou au commerçant national, mais au pays tout entier. Aussi toute organisation sérieuse du crédit à l'exportation implique-t-elle de grandes facilité de paiement aux débiteurs étrangers. Faut-il rappeler ici le rôle joué par les banques allemandes dans l'essor économique de l'Allemagne ? On relira toujours avec fruit le livre si intéressant de M. Henri Hauser : Les méthodes allemandes d'expansion économique.

Enfin une dernière cause d'exportation des capitaux est *la peur du fisc et le désir de le frauder*. Cette tendance anti-nationale se manifeste surtout lorsque le gouvernement d'un pays annonce ou laisse prévoir des mesures fiscales extraordinaires. Les placements à l'étranger, en cette hypothèse n'ont d'intérêt que s'ils sont et s'ils restent dissimulés. Or l'attention du fisc est sans cesse plus éveillée et les dernières lois fiscales ont aggravé les pénalités visant la fraude en même temps qu'elles ont prolongé le temps pendant lequel les coupables peuvent être poursuivis. Ce n'est donc que dans une certaine limite qu'il est possible aux contribuables de se soustraire à leur devoir par ce procédé.

Telles sont les causes, essentiellement individuelles, qui déterminent les placements à l'étranger. Chaque capitaliste obéit à l'un ou à plusieurs des mobiles indiqués, suivant sa mentalité, son tempérament, les circonstances. Il arrive que deux prêteurs, placés dans des conditions semblables ne se décident pas de la même manière.

Les causes qui viennent d'être examinées agissent en tout temps. Il en est une autre qui apparaît dans les périodes anormales. Lorsque une crise nationale approche ou sévit, les capitalistes s'émeuvent à tort ou à raison, ils pensent que leur fortune est en péril et ils cherchent à la sauver; ils la réalisent en espèces et se rendent acquéreurs à l'étranger de propriétés immobilières ou mobilières. Si le mouvement prend un certain envergure, il peut devenir dangereux pour le pays exportateur. Celui-ci prendra alors des mesures plus ou moins efficace en vue d'empêcher la sortie des capitaux.

CHAPITRE II

Conséquences des Placements à l'Etranger

Si les causes des placements à l'étranger sont, comme on vient de le montrer essentiellement individuelles, les conséquences de ces placements sont, non seulement d'ordre individuel, mais aussi d'ordre général. D'où la question de savoir si la société nationale a le droit et le devoir de contrôler et de limiter en ce domaine la liberté des particuliers.

La controverse qui s'est élevée à ce sujet entre les nationalistes et les libéraux n'est qu'un aspect de l'opposition du protectionnisme et du libre-échangeisme.

Le nationalisme économique s'attache exclusivement aux inconvénients des placements à l'étranger. Il tend à maintenir les richesses des individus à l'intérieur de la collectivité nationale en entravant, par toutes les mesures possibles, et particulièrement par les charges fiscales, les exportations de capitaux. Les arguments ne sont autres que ceux du protectionnisme en général. Ce sont ceux que faisait valoir M. Chamberlain, organe du parti unioniste anglais au commencement de ce siècle. Le néo protectionnisme défendu par le ministre britannique sur la terre classique du libre échange se présentait d'ailleurs sous la

forme de l'impérialisme; il était surtout inspiré par un motif politique, celui de réunir par des liens d'intérêt les divers peuples de l'Empire britannique; dans ce but il apparaissait désirable que les colonies accordassent des réductions de droits aux produits de la métropole, et, inversement, que l'Angleterre réservât la libre entrée aux produits de ses colonies, ce qui impliquait l'établissement de droits sur les produits étrangers. Dans cette campagne qui visait ainsi à procurer à la Grande-Bretagne et aux dominions une suprématie commerciale et industrielle, le parti Chamberlain considérait les placements à l'étranger sous un jour différent de celui des placements en espèces; il mettait en relief l'importance pour un pays de l'exportation des capitaux en nature, spécialement pour l'Angleterre de l'exportation du charbon.

Au contraire le libéralisme considère surtout les avantages des placements extérieurs, et, s'appuyant sur l'idée de la solidarité internationale des Etats, s'oppose à toute restriction de la liberté individuelle en ce domaine. A quoi bon régler le commerce international — celui des capitaux comme les autres — par d'autres principes qu'un commerce quelconque ? L'échange est une forme de la coopération et de la division du travail dont les avantages sont réciproques et égaux pour chacune des deux parties. Qu'importe que les échangistes appartiennent à une même nation ou à des nations différentes ? La meilleure utilisation des hommes et des choses, en l'espèce des capitaux, ne fait que s'accroître au fur et à mesure que s'élargit le champ de l'échange.

Tel est le conflit de la tendance nationaliste et de la tendance libérale. Pour la trancher il convient de s'affranchir

de tout esprit aprioristique, de rechercher les conséquences *positives* des placements à l'étranger, de peser exactement et sans parti pris leurs avantages et leurs inconvénients : A cet effet nous allons nous placer au triple point de vue économique, politique et militaire.

Envisagés sous *l'aspect économique*, les conséquences des placements extérieurs affectent notablement le commerce international.

La balance du commerce est le rapport qui existe entre la valeur des importations et celle des exportations. Mais, pour savoir si le commerce extérieur d'un pays est en équilibre, ce n'est pas seulement la balance de ses exportations et de ses importations qu'il faut considérer; il faut aussi tenir compte de la balance de ses créances et de ses dettes. Or la balance des comptes n'est pas la même que la balance du commerce; sans doute les exportations constituent une créance sur l'étranger et même la principale, mais il peut en exister d'autres, sans doute encore les importations constituent la principale dette vis-à-vis de l'étranger, mais elle n'est pas la seule. Assez nombreuses sont les créances ou les dettes internationales, distinctes des exportations et des importations, et qu'on a appelées assez heureusement exportations ou importations invisibles. Parmi ces éléments de la balance des comptes, il faut placer le revenu des valeurs mobilières étrangères. Les pays qui ont placé à l'étranger une grande partie de leurs épargnes touchent, de ce chef, annuellement des sommes considérables en coupons de rentes, d'actions ou d'obligations, ou même sous forme de fermages ou de profits d'entreprises industrielles ou commerciales. Une seule réserve doit être faite ici.

Lorsque les pays obérés émettent un emprunt, et tant que cet emprunt n'est pas entièrement souscrit, les rôles se trouvent renversés : ce sont eux qui deviennent momentanément créanciers des pays qui ont à leur envoyer des fonds, et ce sont ceux-ci qui sont constitués leurs débiteurs.

Il n'est pas douteux qu'un pays a un intérêt majeur à présenter une balance des comptes favorable. Celle-ci commande le cours des changes des autres pays vis-à-vis de son unité monétaire. D'autres causes se combinent à elle pour amener les variations des changes : le taux de l'escompte, la spéculation, l'état monétaire du pays. Mais si l'on néglige ces dernières causes, si l'on suppose que le taux de l'escompte est uniforme, que la spéculation n'agit pas, que l'état monétaire soit partout sain, il reste la balance des comptes qui fait varier le change.

Or le revenu des valeurs mobilières étrangères peut jouer en ce domaine un rôle important. Il est susceptible de renverser avantageusement une situation, de rendre une balance des comptes active alors que, sans l'intervention de ce facteur, celle-ci serait passive.

Avant la guerre la balance des comptes de la France s'établissait ainsi :

Importations	8.500	Exportations	7.000
Transports maritimes		Dépenses des étrangers	500
Achats de navires	500	Commissions des ban-	
		quiers	500
		Revenu des capitaux	1.500
			9.300
En millions :	9.000		

A lui seul, le revenu des capitaux placés à l'étranger comblait donc le déficit de la balance commerciale.

Nous verrons dans la suite de cette étude, que cet état de choses a changé depuis la guerre, que les valeurs mobilières n'ont plus la même influence en raison de la défaillance des débiteurs et de l'augmentation des prix, qu'il est permis de regretter que notre portefeuille de valeurs mobilières n'ait pas contenu plus de valeurs étrangères anglaises ou américaines.

Dans le domaine économique, il faut aussi faire ressortir que l'exportation des capitaux peut conduire à une main-mise étrangère sur les industries maîtresses du pays. Le pays emprunteur tend à devenir un champ d'expansion pour l'industrie du pays prêteur. Cette emprise se manifeste principalement par la domination des sociétés anonymes, par l'investissement en actions du capital étranger. « En ce qui concerne les titres de sociétés anonymes, dit M. Brouilhet, les capitalistes qui les souscrivent ne devraient jamais accepter le rôle secondaire et facilement sacrifié d'obligataires. Il leur revient de droit d'être actionnaires, mais actionnaires représentés efficacement dans les conseils d'administration. A ce compte ils pourraient jouer un rôle utile pour eux et pour leur pays. La haute production du capital dans les pays neufs ou très actifs leur procure des revenus très élevés. Quant à la création à l'étranger d'affaires dont on conserve la direction, nous la considérons comme une véritable entreprise de colonisation par capitaux qui contribuera efficacement au rayonnement économique du pays exportateur. »

La politique allemande est l'exemple le plus typique d'emprise sur l'industrie nationale : « Guerre économique, conquête

des marchés, ces mots appliqués à l'Allemagne dit M. Hauser, sont tout autre choses que des métaphores. Plus que jamais nous avons le sentiment que l'Allemagne faisait la guerre en pleine paix avec les moyens de la paix. Cette guerre économique, dont le capital et la valeur des techniciens allemands furent les instruments, a eu pour résultat de développer les exportations allemandes. Ces exportations étaient une nécessité pour l'Allemagne car, si cette nation était grande productrice d'objets fabriqués, il lui fallait importer le surcroît des vivres nécessaires à son alimentation et aussi de grandes quantités de minerai de fer, les gisements qu'elle possédait s'épuisant et ses besoins de ce métal augmentant avec le développement de sa production d'objets fabriqués. »

L'emprise de l'Allemagne, singulièrement facilitée par l'exportation des capitaux, s'est étendue à toutes les branches de l'activité économique de l'étranger. Certaines entreprises germaniques se sont dissimulées sous des dénominations indigènes, d'autres, filiales ou succursales, ont conservé le nom de leur maison mère. Les premières pouvaient agir plus facilement, elles avaient beaucoup moins à craindre que les autres de heurter les sentiments nationaux de la clientèle; il est vrai que les administrateurs de sociétés étaient en partie ou en majorité allemands, mais la présence des nationaux dans les conseils d'administration calmait les inquiétudes. « Et alors dit M. Gallien-Lamarche, la firme poursuivait ses buts, fournissant l'Allemagne de matières premières, luttant contre les entreprises rivales, plaçant ses techniciens en grand nombre dans le pays envisagé, et, au point de vue politique, par cette intrusion d'éléments étrangers pouvait tendre à compromettre grave-

ment l'indépendance du pays. Fait plus grave encore, la paix armée voulait que l'on préparât la guerre et tout ce personnel était indiqué pour fournir des éléments au service d'espionnage merveilleusement agencé, habilement dissimulé. »

Partout l'Allemagne a créé des banques. En Belgique : le Crédit Anversois, la Banque internationale de Bruxelles, qui s'annexa à la Banque de Liège ; la Compagnie commerciale Belge. En Suisse la Schweizerische Bankverein. En Roumanie : la Banco générale Romana. En Bulgarie le Kreditera Banka de Sofia. En Italie : la Banco Commerciale Italiana. « La banque moderne est la meilleure observatrice et partout le meilleur guide, lit-on dans le bulletin de la Chambre de commerce de Milan, le guide le plus sûr du commerce d'exportation, car c'est dans les banques que les négociants déposent leurs capitaux, excomptent leur papier, font connaître leur mouvement d'affaires. Leur solvabilité et la solvabilité de leurs clients ; c'est aux banques que s'adressent toutes les nouvelles affaires et toutes les affaires d'une certaine importance ». Les banques créées par les sujets Allemands ont donc été un excellent moyen d'expansion car elles participaient à la vie économique des pays où elles étaient installées, permettaient l'intervention des capitaux allemands dans les affaires industrielles et facilitaient toutes opérations pour le compte de la Germania.

En Italie les capitaux allemands se sont surtout dirigés vers les sociétés de navigation : Société di navigazione générale Italiana et Lloyd Italiana dont s'occupe la Banco Commerciale. L'Allemagne agit aussi dans la sphère de l'industrie électrique. La Société Siemens Schuckert produit de la fusion de la Schuckert de Nuremberg et de la Siemens-Halske par ses branches

la Siemens Eleckrische Betriebe, la Siemens Schuckert Werke, étends sa domination sur les cinq parties du monde par ses filiales, ses sous-filiales, sociétés affiliées d'allure nationale : Société Italiana di Electricita S. S. à Milan et à Rome, S. S. Compagnia anonyme espanola de Madrid, Société romano di Electricitaté à Bucarest, Compania Portuguese de Electricidad S. S. W. à Lisbonne, Compagnie belge d'électricité, Société des forces motrices de Rheinfalden, forces motrices de Laufenburg Gotkardwerke für Electrochemishe Industrie à Bodio en Suisse.

En France les capitaux allemands s'étaient infiltrés sous des apparences françaises, camouflages d'avant guerre plus ou moins réussis. Dans l'industrie chimique on trouvait la Compagnie parisienne de couleurs d'aniline, la manufacture lyonnaise de produits colorants l'Hélios; la Société française de l'aluminium. Dans l'industrie électrique : la Société française d'Electricité A. E. G., initiales révélant l'Allgemeine Electricische Gesallschaft. Le besoin de minerai explique les participations allemandes dans l'industrie siderurgique française, ainsi que dans les Haut-fourneaux et aciéries de Caen. La création du port de Dielette, ainsi que celle de la Société des Mines et Carrières de Flamanville, répondaient au même but.

La nation exportatrice de capitaux exerce sur les autres nations qui sollicitent d'elle des prêts le prestige de la richesse. Les pays emprunteurs deviennent plus ou moins vite dans une mesure plus ou moins large les satellites des pays prêteurs, tout au moins des redevables qui, pour se ménager de nouveaux prêts, consentent des sacrifices politiques plus au moins dissimulés; ils sont amenés à subir un certain regard et une certaine ingérence de leurs protecteurs financiers dans la conduite de leurs propres affaires.

Si l'on veut envisager dans son ensemble la question des *conséquences politiques* des placements à l'étranger, il convient de distinguer deux hypothèses générales : celle où le pays emprunteur remplit ses obligations vis-à-vis des prêteurs, celle où il ne les exécute pas.

Si le pays emprunteur tient ses promesses, son indépendance politique se trouve déjà menacée du fait que le pays prêteur exerce sur lui un contrôle plus ou moins officiel et actif, accompagné de demandes ou d'informations, et aussi du fait de l'infiltration du capital étranger dans les branches diverses de la production. Cette infiltration, apparente ou sournoise, conduit à une possession des industries essentielles à la défense du pays et l'on voit ainsi apparaître un danger d'une extrême gravité à notre époque où la guerre s'industrialise, en quelque sorte de plus en plus.

Mais le pays emprunteur manque-t-il, au contraire, à ses engagements ? Une intervention du pays des prêteurs pourra alors se produire en vue de l'exécution du contrat de prêt. Nous ne pouvons nous dispenser d'exposer ici au moins sommairement, la grave question de l'intervention financière à laquelle peuvent aboutir les placements à l'étranger.

Le principe de la souveraineté des Etats a pour corollaire le devoir de non intervention. L'intervention peut être définie : l'immixtion d'un Etat dans les affaires d'un autre Etat sans qu'il en ait été prié et dans le but d'imposer à cet autre Etat, soit dans la conduite de ses affaires intérieures, soit dans la conduite de ses affaires extérieures un point de vue qui n'est pas le sien. L'existence même du devoir de non intervention peut être discutée. Il semble bien que toute intervention ne soit

pas nécessairement illégitime, et, dès lors, il est impossible de dire qu'il existe un devoir absolu de non intervention.

En matière financière, qui nous intéresse seule ici, la question de l'intervention se pose ainsi : Lorsqu'un Etat commet des irrégularités dans le service de ses dettes publiques, les autres Etats peuvent-ils intervenir en faveur de leurs nationaux porteurs de titres de l'emprunt étranger ?

En fait cette intervention a été courante au 19^e siècle. Les Etats européens sont intervenus en faveur de leurs sujets nationaux créanciers mais seulement envers les Etats faibles, car il est clair que les Etats forts n'auraient pas permis une telle attitude. Cette intervention a été plus ou moins énergique suivant les circonstances. Tantôt elle a consisté en une simple pression exercée par voie diplomatique à l'égard de l'Etat débiteur, notamment en 1894 de la part de la France et de l'Allemagne vis-à-vis du Portugal. Tantôt elle s'est produite par l'établissement d'une commission internationale exerçant son contrôle sur les finances de l'Etat débiteur, comme en Egypte, en Tunisie, pendant quelque temps en Grèce et en Turquie.

En droit, le problème du recouvrement coercitif des dettes contractuelles a été posé en 1902 par M. Louis Drago, ministre des Affaires étrangères de la République Argentine, dans une note en date du 29 Décembre dans laquelle le gouvernement argentin faisait connaître ses vues au sujet de l'intervention armée de l'Allemagne, de la Grande-Bretagne et de l'Italie contre le Vénézuëla. Les principes exposés dans cette note du 29 Décembre 1902 sont connus sous le nom de « Doctrine de Drago ». Cette doctrine comprend deux termes. En premier lieu le recouvrement compulsif (ou coercitif) de la dette publique

d'un Etat américain par un Etat européen dont les ressortissants ont souscrit cette dette est en contradiction avec la doctrine de Monroe. En second lieu, envisagé non plus seulement au point de vue du droit international américain, mais au point de vue du droit des gens en général, l'emploi de la force pour contraindre un Etat, quelqu'il soit, au paiement de sa dette publique, n'est pas moins irrégulier. M. Drago prétendait appuyer cette seconde proposition sur les arguments suivants : « Le capitaliste qui prête à un Etat tient compte de la solvabilité de celui-ci et se détermine à l'opération qu'il consent après en avoir supputé tous les risques, il sait qu'il a traité avec une entité souveraine qui, comme telle ne peut être contrainte au jugement. »

Le gouvernement des Etats-Unis dans sa réponse du 17 Février 1903 ne s'est prononcé ni sur l'un ni sur l'autre des deux points de droit américain et de droit international général mis en avant par M. Drago. La conférence pan-américaine de Rio-de-Janeiro de 1906 après s'être livrée à une copieuse discussion de la doctrine de Drago s'est bornée à « recommander aux gouvernements représentés à cette conférence d'apprécier l'opportunité d'inviter la seconde conférence de la Paix à examiner la question du recouvrement forcé des dettes publiques, et, en général les moyens tendant à diminuer entre les peuples les conflits d'origine exclusivement pécuniaire. »

Saisie de la question la deuxième conférence de la Paix en 1907 n'a pas admis la doctrine de Drago. Elle a abouti le 18 Octobre 1907 à une convention concernant la limitation de l'emploi de la force pour le recouvrement des dettes contractuelles. Cette convention souvent appelée Convention Porter,

du nom de son promoteur, le général Porter, délégué nord-américain, dispose en ces termes :

« ARTICLE PREMIER. — Les Puissances contractantes sont convenues de ne pas avoir recours à la force armée pour le recouvrement des dettes contractuelles réclamées au gouvernement d'un pays par le gouvernement d'un autre pays, comme due à ses nationaux. Toutefois, cette stipulation ne pourra être appliquée quand l'Etat débiteur refuse ou laisse sans réponse une offre d'arbitrage ou, en cas d'acceptation, rend impossible l'établissement d'un compromis, ou, après l'arbitrage manque de se conformer à la sentence rendue.

ART. 2. — Il est de plus convenu que l'arbitrage, mentionné dans l'alinéa 2 de l'article précédent, sera soumis à la procédure prévue par le titre 4, chapitre 3 de la Convention de la Haye pour le règlement pacifique des conflits entre les nationaux. Le jugement arbitral détermine, sauf les arrangements particuliers des parties, le bien fondé de la réclamation, le montant de la dette, le temps et le mode de paiement. »

Ainsi donc, si la conception de Drago a été rejetée, elle a néanmoins mis en lumière le caractère de l'emprunt d'Etat qui ne peut être assimilé complètement à un acte privé d'un particulier. Il s'agit comme l'a dit M. Politis « d'un acte politique fait par l'Etat, en vertu d'un droit souverain, agissant comme puissance politique dans l'intérêt et au nom de la nation toute entière ». Le devoir de non intervention s'impose aux Etats dans la matière envisagée. Mais, en pratique des considérations d'opportunité dicteront la conduite des gouvernements et les pousseront parfois à l'intervention. Drago était l'avocat des emprunteurs, mais les prêteurs n'ont pas tout à

fait perdu leur cause, puisque la thèse argentine n'a pas été admise à la Haye.

Il y a lieu d'indiquer enfin les *consequences militaires* possibles de placements à l'étranger. Le pays qui prête risque de se créer un adversaire militaire. L'art de la guerre, nous le répétons, s'industrialise de plus en plus. La mécanique et la chimie notamment, joueront dans la guerre future un rôle encore beaucoup plus grand que celui qu'elles ont joué de 1914 à 1918. Contribuer à l'accroissement de la force économique d'une nation, c'est donc contribuer à l'augmentation de sa force militaire. Aussi bien, se rendre maître, grâce à l'exportation des capitaux, des industries d'un pays étranger, c'est préparer la guerre dans ce pays et contre ce pays. Les capitaux et les techniciens d'Outre-Rhin travaillaient à la plus grande Allemagne.

En Belgique, la Banque allemande avait placé sous sa dépendance un certain nombre de fabrique d'armes et de munitions. La fabrique d'Armes de Liège était sous la coupe de la Maison Lowe, de Berlin, la Société anonyme des anciens Etablissements Peefer est tombée aux mains allemandes.

En France, occupant les places de choix dans les firmes dépendant des capitaux d'Outre-Rhin, les nationaux Allemands ou les naturalisés, bénéficiant de la fameuse loi Delbrück, étaient partiellement maîtres de la vitalité économique. L'espionnage allemand était favorisé par une armée d'ingénieurs et de travailleurs de toutes sortes, la plupart officiers de réserve.

L'intérêt de la sécurité nationale a toujours été l'un des arguments les plus impressionnants de la thèse protectionniste.

« Nous voyons, dit M. Gide dans son exposé de cette thèse, chaque peuple s'évertuer à se créer au prix des plus lourds sacrifices, des forteresses, des flottes de guerre, des fabriques d'armes. Mais les industries indispensables à la sécurité d'un pays ne sont pas seulement telle ou telle fabrique d'armes ou de biscuits, c'est la houille sans laquelle les trains ne pourraient marcher, ni par conséquent la mobilisation s'effectuer, c'est le fer, ce sont les chevaux, c'est le blé, la viande, le drap, le cuir, tout ce qui est nécessaire pour entretenir et faire vivre des milliers d'hommes en temps de guerre... Etant donné la forme monstrueuse de la guerre moderne, qui arme la population tout entière et absorbe toutes les ressources économiques de la nation il n'est pour ainsi dire plus une seule industrie dont on puisse dire qu'elle soit inutile à la défense nationale ».

Cette observation devient chaque jour plus vraie. Point n'est besoin d'être prophète pour affirmer que la guerre de 1914-1918 ne sera pas la dernière. Un pays doit veiller à ce que l'invasion des capitaux étrangers ne place pas son économie industrielle dans un état d'assujettissement qui pourrait lui être funeste au jour des hostilités.

En définitive, il n'y a pas de réponse absolue possible à cette question : les placements étrangers sont-ils un bien ou un mal ? Ils offrent des avantages et des inconvénients. Ce qui constitue un avantage au point de vue du prêteur, est un inconvénient au point de vue de l'emprunteur, et réciproquement. Si l'on pose la question pour une seule nation, soit prêteuse, soit emprunteuse, la réponse est encore relative et dépend des circonstances.

Au fond, l'emploi des disponibilités nationales en titres

étrangers est une pure question d'espèces et de mesure. Un Etat doit se tenir à égale distance de ces deux conceptions trop abstraites et trop intransigeantes de ces deux voies trop rectilignes : le nationalisme et le libéralisme. Il agit sagement en prenant une voie intermédiaire et en s'y laissant diriger par l'opportunité.

En principe, la liberté des placements sera la règle, car l'intérêt individuel ne saurait être sacrifié à une conception préconçue et plus ou moins discutable de l'intérêt général. Exceptionnellement des entraves pourront être mises à l'activité individuelle des capitalistes, si celle-ci devient dangereuse pour la collectivité.

CHAPITRE III

La Question de l'Intervention

La conclusion à laquelle a conduit l'étude des conséquences des placements à l'étranger dicte la réponse à fournir au problème de l'intervention. Il n'est, certes, pas indifférent que l'épargne nationale demeure dans le pays ou franchisse les frontières. Mais la question de savoir si l'Etat doit ou non intervenir sera résolue dans le sens de l'opportunité. Lorsque l'exportation des capitaux présente plus d'avantages que d'inconvénients, sert la cause économique, politique et même militaire du prêteur à l'étranger — ce qui est la situation la plus fréquente en période normale — il serait maladroit de l'entraver. La liberté individuelle des placements doit donc être la règle. Aussi bien les vices habituels de l'Etatisme se retrouvent-ils en notre matière. L'Etat, qui n'est guère qu'une armature politique, semble peu apte à la direction des choses économiques. Les décisions prises par les gouvernants ont la plupart du temps la même valeur que ceux-ci ; or les gouvernants sont plus ou moins compétents, plus ou moins responsables de leurs actes, ils peuvent manquer non seulement de lucidité et de perspicacité, mais aussi d'esprit de suite. Les mesures d'intervention risquent dès lors d'être malencontreuses. Elles risquent aussi d'être incohérentes en raison des vicissitudes gouverne-

mentales et des instabilités ministérielles. Ce sont les motifs supplémentaires de n'admettre l'intervention que d'une manière exceptionnelle et lorsque l'exportation des capitaux offre manifestement plus d'inconvénients que d'avantages.

Les considérations précédentes conservent leur valeur lorsqu'il s'agit de savoir si l'Etat doit intervenir en vue de protéger le pays contre l'importation des capitaux étrangers. Là encore tout est affaire d'opportunité et se réduit à un calcul judicieux des avantages et des inconvénients que présente cette importation pour le pays emprunteur.

C'est à la lumière de ces idées générales qu'il convient d'exposer et d'apprécier les diverses *modalités possibles de l'intervention*.

Les principales des mesures envisagées sont les suivantes :

1° L'interdiction aux banques d'émettre des valeurs étrangères;

2° L'aggravation des charges fiscales qui frappent ces valeurs;

3° Le refus d'admission à la cote de ces mêmes valeurs;

4° Les conseils donnés par les pouvoirs publics, sans qu'aucune atteinte soit portée à la liberté de celle-ci;

5° La suppression des titres au porteur.

Parmi ces solutions, les unes ont uniquement pour but de combattre l'exportation des capitaux, les autres ont un caractère fiscal et n'atteignent les placements internationaux qu'en raison des fraudes qu'ils facilitent.

En quoi consistent ces mesures, quelle peut être leur efficacité ?

L'interdiction aux banques d'émettre des valeurs étrangères semble être de nature à barrer le chemin aux exportations.

Tout prêt de quelque importance consenti par les nationaux à l'étranger se fait, en effet, par la voie des banques. Dès lors la clientèle ne trouvant plus aux guichets de celles-ci de titres étrangers ne va-t-elle pas s'attacher exclusivement aux titres nationaux, et les disponibilités nationales ne vont-elles pas rester à l'intérieur du pays ?

Théoriquement les choses devraient effectivement se passer ainsi. Mais la réalité est plus complexe et la liberté (celle des banques et celle des capitalistes) va se frayer des chemins détournés pour parvenir à ses fins.

L'interdiction dont il s'agit est d'abord une grave atteinte à la liberté des institutions bancaires. « Si dans un pays, les banques étrangères n'étaient pas autorisées, dit M. Gallien-Lamarche, l'efficacité de la mesure pourrait être plus grande, les souscripteurs devant s'adresser à des banques indigènes. Mais, dans l'organisation actuelle chaque établissement de crédit, quand il a une certaine importance, possède des succursales à l'étranger. Sans doute ces succursales et ces agences sont bien soumises aux lois du pays dans lequel elles sont installées, mais en raison de leur situation particulière, elles peuvent aisément se moquer de l'interdiction grâce à leurs relations internationales, qu'elles ne seront point gênées d'utiliser, alors que les banques indigènes, prises plus efficacement par l'interdiction, pourront plus difficilement agir. Interdire l'émission des valeurs étrangères c'est refuser aux banques leur liberté d'activité, c'est leur donner des directives, sans souci

de la concurrence étrangère, c'est les obliger à se mettre au service des entrepreneurs nationaux, c'est subordonner leur intérêt à celui de ces entrepreneurs, c'est arrêter une source de gains, aussi bien pour les établissements de crédit que pour la clientèle capitaliste. Une atteinte pareille à la liberté de l'activité bancaire ne saurait se concevoir en dehors des circonstances particulièrement graves où la nécessité imposerait de pareilles mesures. Les établissements de crédit doivent rester libres dans la mesure où ils ne nuisent pas à leur pays. »

Nous souscrivons pleinement à ces judicieuses observations. La liberté du commerce — du commerce des banques comme des autres — est un principe essentiel du droit moderne. Il n'y saurait être porté atteinte que d'une manière exceptionnelle et dans le cas où l'intérêt public l'exigerait impérieusement.

D'ailleurs l'interdiction n'aurait qu'une efficacité très relative. Les capitalistes achèteront dans les Bourses étrangères les valeurs qu'ils ne trouveront plus aux guichets des banques. Suppose-t-on que l'interdiction s'étende aux acquisitions dans les Bourses étrangères. Les banques étrangères se feront alors les complices et les bénéficiaires des achats passés en fraude.

Enfin l'interdiction envisagée pourra engendrer de fâcheux résultats en faisant manquer des bénéfices aux prêteurs, en devenant une source de complications internationales en raison de la barrière élevée devant les emprunteurs étrangers.

Le second des procédés énumérés, à savoir *l'aggravation des charges fiscales frappant les valeurs étrangères*, ne se heurte à aucune objection de principe. Un Etat a incontestablement le droit de donner une préférence fiscale aux valeurs nationales. Une telle mesure pourra augmenter heureusement

les ressources budgétaires. Mais sera-t-elle un obstacle sérieux à l'exportation des capitaux ?

Pour qu'un capitaliste s'abstienne d'acquérir des titres étrangers, il faudra que les charges fiscales grevant ces titres les dépouille presque entièrement de leur attrait. Pour que les impôts deviennent prohibitifs, ils devront être d'une quotité, d'une rigueur telle que le législateur hésitera à les voter dans la crainte de représailles de la part des autres pays. Dans le cas où le prêteur place son argent à l'étranger en raison du taux d'intérêt plus élevé, il faut, pour que les charges fiscales empêchent la sortie des capitaux, qu'elles soient au moins égales à la différence des deux taux. En effet tant qu'il existera un avantage en faveur du placement étranger, le capitaliste préférera suivre la voie de son intérêt et choisir le prêt le plus fructueux. Il en résulte que les impôts devront être écrasants.

Le tableau suivant dressé par M. Gallien-Lamarche indique les taux des charges qui devraient frapper le revenu des valeurs étrangères pour compenser la différence d'intérêt en la supposant égale à 1 % (en admettant que les valeurs étrangères sont exemptes d'impôts dans leur pays).

Taux du marché national	Taux des marchés étrangers	Impôt frappant les valeurs nationales	Sommes à percevoir pour 1.000 francs de capitaux sur les valeurs étrangères	Impôt à établir
3 %	4 %	10 %	1.30	30 %
4 %	5 %	10 %	1.40	28 %
5 %	6 %	10 %	1.50	25 %

Et même, ajoute avec raison l'auteur précité, dans le cas où la différence n'est égale qu'à $1/2$ %, le taux doit être élevé. Si les valeurs françaises rapportent du 3 % et les valeurs étrangères du $3\frac{1}{2}$ %, l'impôt devra s'élever à 22 % ; si les taux sont respectivement de 5 et $5\frac{1}{2}$ %, il s'élèvera encore à 18 %. Charges vraiment exorbitantes !

Mais il y a lieu d'introduire dans les calculs un facteur dont il n'a pas été tenu compte jusqu'ici : les impôts que peuvent supporter les emprunts étrangers dans leur propre pays. Si l'impôt perçu est élevé, la surcharge à établir devient plus faible, mais si l'exemption d'impôts nationaux leur est assurée, la charge à établir reste très élevée.

Le tableau suivant indique le taux de l'impôt à établir si les valeurs étrangères supportent déjà chez elles un impôt égal à celui des valeurs nationales.

Taux du marché national	Taux des marchés étrangers	Impôt frappant les valeurs nationales égale à celui frappant les valeurs étrangères dans leur pays	Somme à percevoir pour 1.000 francs de capital sur les valeurs étrangères	Impôt sur le revenu à établir
3 %	4 %	10 %	0 90	22 %
4 %	5 %	10 %	0 90	18 %
5 %	6 %	10 %	0 90	15 %

Il est possible, d'après ce qui précède, de mesurer la valeur du procédé dont il s'agit. Ou bien le législateur hésitant devant

la rigueur des charges à imposer aux valeurs étrangères s'arrêtera à des demi-mesures, et alors la sortie des capitaux pourra être ralentie, mais ne sera pas arrêtée, ou bien le législateur établira des impôts écrasants qui arrêteront effectivement les placements à l'étranger, et alors on verra diminuer et se tarir les ressources provenant des charges établies, par suite de l'absence de la matière imposable. Nous concluons sur ce point, avec M. Gallien-Lamarche, que l'impôt doit être avant tout un moyen de s'assurer des ressources budgétaires, que c'est le détourner de son but que de l'employer à des fins économiques, et que c'est seulement à titre exceptionnel que l'on doit avoir recours à lui pour les réformes à réaliser. Dans notre ordre d'idées, il faudrait des raisons d'une évidente gravité, une situation manifestement fâcheuse, pour l'utiliser dans une autre fin que celle pour laquelle il a été créé.

Passons maintenant au *refus d'admission à la cote* considérée comme mode de contrôle et de prohibition de la sortie des capitaux. La chambre syndicale des agents de change statue souverainement sur les demandes d'admission à la cote. Elle doit vérifier d'une part si la valeur proposée pour les négociations de la cote a été émise en conformité des lois et des règlements, d'autre part si cette valeur peut être l'objet de négociations assez actives. La Chambre syndicale transmet sa délibération au ministère des finances ; elle devient exécutoire à défaut d'opposition de celui-ci. Le gouvernement n'a cependant le pouvoir d'interdire l'admission à la cote que pour les valeurs étrangères. Il a souvent usé de ce pouvoir, absolument discrétionnaire, en vue de défendre le marché français et surtout de réserver ce dernier aux emprunts nationaux, de

faire pression sur un gouvernement qui méconnaît les intérêts français, de la défense des intérêts politiques ou des intérêts économiques du pays. Mais le refus d'admission à la cote si utile qu'il puisse être pour la défense des intérêts du pays, a-t-il quelque influence sur l'exportation des capitaux ? Il faut se montrer ici très sceptique. Le veto gouvernemental serait d'une grande efficacité si le marché officiel existait seul ; la négociation des titres étrangers, objets de ce veto, serait alors impossible. Mais il y a d'autres procédés d'introduction et de placement des valeurs étrangères.

Parmi ceux-ci, on aperçoit d'abord la négociation sur le marché libre après inscription à la cote en banque. Le ministère des finances n'a aucun pouvoir sur les négociations effectuées à ce marché. Lorsqu'un gouvernement étranger fait admettre un titre d'emprunt à la cote en banque, le syndicat des banquiers peut écouler ce titre dans le public. Or le marché libre des valeurs étrangères a pris un large développement grâce aux relations internationales de nombreuses maisons de coulisse.

Il existe d'ailleurs d'autres procédés d'introduction des titres étrangers sur le marché français. Considérons, en effet le rôle des banquiers en ce domaine. L'émission, c'est-à-dire l'acte de cession des titres au public, peut avoir lieu par trois méthodes différentes : celle de la souscription publique, celle de la vente des titres aux guichets de la banque par ententes successives et particulières avec chaque client, celle de la négociation en Bourse, ou, en d'autres termes, de la vente des valeurs à mesure que le marché offre un débouché avantageux à la banque émettrice.

D'abord la banque peut avertir le public qu'elle offre telles valeurs à tel prix, que tous ceux qui en désirent n'auront qu'à se présenter à ses guichets, et que, dans un délai déterminé on procédera à la répartition des titres entre les personnes qui en auront demandé. Ce procédé de la souscription publique ne nécessite qu'une préparation du marché, si ce dernier n'est pas naturellement bien préparé, et une préparation du public, si celui-ci ne se montre pas, par suite des circonstances, avide des titres dont il s'agit. La banque lance partout des prospectus d'émission, se livre à une ingénieuse réclame destinée à renseigner les capitalistes sur les avantages des titres proposés. Mais le public a le loisir de discuter et de réfléchir, de passer au crible d'une critique juste ou fausse les arguments qui lui sont fournis pour pousser à l'acquisition de ces valeurs.

Assez souvent la banque préfère vendre les titres à ses guichets par entente individuelle avec chaque client. Directeurs d'agences et de bureaux de quartiers reçoivent de la direction l'ordre de faire infiltrer telles valeurs dans la clientèle. Les démarcheurs se présentent au domicile des acheteurs possibles de ces nouveaux titres, ou des invitations sont adressées à ces derniers par lettres. On insiste particulièrement sur la facilité de faire un arbitrage de telle valeur à telle autre, de vendre tels titres pour acheter tels autres et l'opération est d'autant plus facile que par les cartes de dépôt de titres les directions sont exactement renseignées sur les avoirs de leurs clients et la composition de leur portefeuille. Ce procédé permet aux banquiers de proportionner l'émission aux facultés présentes de la clientèle, il pourrait permettre à des banquiers peu scrupuleux de ne pas attirer l'attention de celle-ci sur les conditions véritables du marché.

Enfin, la banque peut recourir à la négociation en Bourse, et en vendant les valeurs au fur et à mesure que le marché offre un débouché avantageux, non seulement proportionner les offres aux besoins, mais encore réaliser des bénéfices plus importants.

Or, des trois procédés qui viennent d'être définis, le dernier seul est rendu impossible par suite du refus gouvernemental de l'admission à la cote. La Banque ne peut lancer la valeur étrangère par la voie de ventes successives à la Bourse, mais elle peut recourir à la souscription publique ou à la vente à ses guichets par entente particulière avec chaque client.

Le refus d'admission à la cote ne saurait donc arrêter l'exportateur des capitaux. Il peut seulement la rendre plus difficile, et à la condition seulement que les banques suivent les directives du gouvernement.

On se trouve ainsi amené à considérer que les *conseils donnés aux banques* peuvent seuls exercer une influence sur la sortie des capitaux, si ces conseils sont suivis. Il appartient au gouvernement de conseiller les banques sans porter aucune atteinte à leur liberté. Celles-ci demeurent libres de leur attitude. Mais elles sont dans une bonne mesure obligées de se conformer aux directives des pouvoirs publics, puisque la clientèle leur fait en grande partie confiance en raison de la conformité de leur façon d'agir avec l'intérêt national. Si les banques obéissent aux suggestions gouvernementales, le mouvement d'exportation des capitaux sera notablement ralenti. Mais il ne faut pas demander davantage et croire que les banques soient toutes puissantes en cette matière; si elles dirigent l'épargne, celle-ci ne demeure pas passive; les capitalistes

conservent leur libre arbitre, ils se décident pour des motifs individuels, et c'est eux qui ont le dernier mot. Supposons donc que le porteur d'une valeur internationale veuille la négocier à l'étranger. La banque française ne pourra raisonnablement refuser son concours à cette opération car elle serait remplacée par une succursale de banque étrangère qui encaisserait les commissions sans que l'intérêt national y gagnât rien. On voit donc que l'influence des conseils gouvernementaux donnés aux banques et suivis par elles, sur l'exportation des capitaux, n'a elle même qu'une valeur relative.

On a enfin songé à entraver la sortie des capitaux par la *mise au nominatif des titres au porteur*. Mais cette conception obéit à une singulière illusion. Assurément la mesure en question est excellente au point de vue fiscal, car la nominativité dévoile le porteur qui peut être poursuivi par l'Administration. Mais cette mesure est déplorable dans notre ordre d'idées en ce qu'elle tend précisément à aggraver le mal que l'on prétend supprimer : l'exportation des capitaux. Les capitalistes, en effet, vont chercher à tourner la loi. D'une part les banques pourront les seconder en faisant immatriculer à leur nom les titres des sociétés et en remplaçant les titres déposés chez elles à cette intention par des bons, pour autant de titres qu'il y en a de déposés, bons au porteur transmissibles secrètement de la main à la main, la loi sera impuissante contre les banques, détentrices officielles des titres, alors que les porteurs de bons n'interviendront pas dans les relations du fisc et des porteurs de titres; cette manière de faire enlèvera à la mesure envisagée son utilité fiscale. D'autre part — et c'est ce qui nous intéresse surtout ici — les capitalistes, pour ne pas être recher-

chés à cause des titres nominatifs obligatoires, placeront tout leur argent à l'étranger.

La loi italienne du 24 septembre 1920 visa en même temps les rendements des impôts et l'établissement d'un contrôle de l'Etat sur les titres au porteur étrangers lorsqu'elle rendit obligatoire la conversion en titres nominatifs de tous les titres au porteur. Aux termes de cette loi, les citoyens italiens propriétaires de titres étrangers devaient en faire la déclaration détaillée chaque semestre. Malgré les vives réclamations de l'opinion publique, un décret royal du 9 Juin 1921 vint régler l'application de la loi du 24 Septembre 1920 sur la conversion au nominatif des titres au porteur émis par les Provinces, les Communes et les Sociétés par actions italiennes. Ce décret ne visait pas les fonds d'Etat qui pouvaient circuler comme auparavant sous la forme au porteur. Or, malgré ce décret, il ne fut pas donné suite à la loi. Un décret-loi du 21 Août 1921 en suspendit l'application, en maintenant toutefois un décret du 22 Avril 1920 qui obligeait les Sociétés anonymes et en commandite par actions « exerçant l'industrie du crédit » à transformer les titres au porteur en titres nominatifs. Le titre au porteur subsiste donc en Italie et sa suppression décidée d'abord comme une mesure générale, ne fut en définitive acceptée que pour les titres de certaines Sociétés.

En France l'idée de la conversion obligatoire des titres nominatifs en titres au porteur n'a guère été, au Parlement, abordée que de biais. Le rapporteur général du budget avait songé à la création d'un carnet de coupons; les valeurs mobilières françaises ou étrangères ne devaient plus donner un droit direct à l'encaissement des coupons qui y sont attachés,

chaque versement du montant d'un coupon aurait nécessité l'inscription sur un carnet portant le nom du propriétaire du titre. La commission du budget écarta cette proposition et lui substitua le système de l'endossement obligatoire des valeurs au porteur; celles-ci n'auraient été désormais transmissibles que par voie d'endossement au moyen d'une mention inscrite au verso du titre par le titulaire et portant les mots suivants : « Transmis par X... (nom, prénoms, qualité et domicile) à l'ordre de Z... (nom, prénoms, qualité et domicile) — lieu, date et signature. La copie textuelle de cette mention aurait été signifiée par lettre recommandée ou par acte extra judiciaire, au siège de la Société, ville, département ou Etat, et transcrite sur un registre spécial, appelé registre des endossements.

Le transfert de la propriété ou de l'usufruit du titre aurait pris date de la signification de l'endossement.

Une valeur mobilière dont la transmission eût été assujettie aux formalités envisagées n'aurait plus été une valeur au porteur. En nombre de cas elle eut été transformée en valeur immobilisée et la signification aux Etats ou Sociétés étrangères eut été d'ailleurs bien difficile.

Le titre au porteur joue un rôle utile et rend d'évidents services. Les titres nominatifs sont incompatibles avec le fonctionnement d'une source de valeur active rayonnant sur le monde par ses arbitrages à tout moment résolus. C'est ce que le Ministre fit comprendre à la commission qui renonça, en fin de compte, à sa proposition.

Ce que nous voulons surtout noter ici, c'est que directe ou indirecte, la mise au nominatif des titres au porteur est essen-

tiellement de nature à pousser les capitalistes à placer leurs fonds à l'étranger. Loin d'être un remède à l'exportation des capitaux, elle en serait un facteur actif.

En somme, de toutes les modalités possibles d'intervention en vue d'empêcher la sortie des capitaux, la seule qui nous paraît exempte de périls et susceptible d'une efficacité réelle, quoique limitée, c'est celle qui consiste dans d'opportuns conseils donnés aux banques par les pouvoirs publics. Cette solution aboutit à une heureuse collaboration du gouvernement et des institutions de crédit dans la direction des intérêts généraux du pays.

Nous avons examiné jusqu'ici la question de l'intervention en nous plaçant au point de vue de l'exportation des capitaux, c'est-à-dire du pays prêteur, mais le phénomène des placements à l'étranger a un autre aspect si on l'envisage du côté du pays emprunteur. Pour celui-ci l'importation des capitaux peut offrir de graves inconvénients que nous avons soulignés en étudiant la main-mise du pays prêteur sur l'économie industrielle du pays emprunteur et les conséquences de cette influence dans les domaines politiques et militaires.

On ne peut se refuser à admettre le contrôle par l'Etat de l'importation des capitaux. Il importe qu'un pays soit protégé contre les sociétés par actions dont l'activité pourrait s'exercer au profit exclusif d'étrangers et dans un sens opposé aux intérêts généraux de ce pays. Le pays importateur peut exiger que la majorité des administrateurs soient nationaux; mais la difficulté est ici d'éviter que les administrateurs nationaux soient de simples hommes de paille cachant des personnalités étrangères vraiment maîtresses de l'entreprise. De plus

le pouvoir des administrateurs repose sur la volonté de l'assemblée générale des actionnaires. Ce fait justifie l'exigence légale d'une majorité d'actionnaires nationaux. Mais comment s'assurer de la nationalité des actionnaires ? Plusieurs procédés sont à envisager. On peut d'abord songer au dépôt en banque pour vérification de toutes les actions de la Société avec justification par le porteur de sa nationalité, mais cette mesure serait illusoire. On connaîtrait en effet le nom et la nationalité des détenteurs au jour du dépôt, mais, dès le retrait des titres les négociations recommençant on aurait fait œuvre vaine. On peut aussi penser à la nominativité obligatoire des valeurs mobilières; ce serait une solution trop radicale dont les inconvénients ont été précédemment indiqués.

Quoiqu'il en soit, le législateur français s'est à plusieurs reprises inquiété de garantir le pays contre l'importation des capitaux étrangers. La loi du 13 Mars 1917, relative à l'organisation du crédit au petit et au moyen commerce, à la petite et à la moyenne industrie dispose de ce qui suit : « Toutes les Sociétés, dont la création est prévue aux deux premiers titres de la présente loi, devront être constituées sous le régime des lois françaises. Les souscripteurs du capital et les administrateurs devront être français. »

La loi du 18 Octobre 1919 sur les concessions et autorisations à donner par l'Etat pour l'exploitation des forces hydrauliques statue en ces termes dans son titre 5, article 22 : « Aucune concession ou autorisation ne peut être accordée, aucune cession ou transmission de concession ou d'autorisation ne peut être faite qu'aux seuls Français. Si le concessionnaire ou le permissionnaire est une Société, celle-ci doit avoir un

siège social en France et être régie par les lois françaises. Le Président du Conseil d'Administration, les Administrateurs délégués, les gérants, les directeurs ayant la signature sociale, les commissaires aux comptes et les deux tiers au moins soit des administrateurs, soit des membres du Conseil de direction ou du Conseil de surveillance doivent être français. »

DEUXIÈME PARTIE

Les Banques Françaises et les Placements à l'Etranger

« Il y a dans les problèmes d'économie nationale, a dit M. Cauwès, une question de constitution organique, de cohésion, ou de concentration des forces à l'intérieur : il faut toujours que le centre de gravité, que le principe des forces se maintienne au dedans; que ce qui se déverse au dehors, que l'expansion extérieure soit le trop plein de l'activité intérieure ».

Ce centre de gravité a-t-il été déplacé avant 1914, dans la sphère de la direction des disponibilités nationales ? Dans l'affirmative quelle est la part de responsabilité des établissements de crédit ? Comment d'autre part, les problèmes relatifs à l'orientation de notre épargne ont-ils été modifiés par les conséquences économiques et financières de la guerre ?

CHAPITRE PREMIER

La France avant 1914

Quelques années avant la grande guerre, le prince de Bülow rendait, à la tribune du Reichstag, témoignage à une qualité native de notre race. « De tout temps, s'écria-t-il, la richesse a été le nerf de la puissance; elle le devient de plus en plus, chaque décade, parce que les conditions économiques et financières deviennent plus importantes pour les relations internationales. Ne dépréciez pas l'importance de la force d'épargne. Si vous doutez de mes paroles, jetez un regard sur la France. On sait que les Français sont encore le peuple le plus riche de la terre. La France doit sa richesse à son sol béni, puis encore à l'activité et à l'ingéniosité de ses habitants, mais encore plus à son admirable esprit d'épargne, à cette force d'épargne qui distingue chaque Français, chaque Française. *La France est devenue le banquier du monde.* »

Depuis 1870, la France avec une rapidité que n'avait prévue aucun économiste, était parvenue non seulement à reconstituer une épargne équivalente aux dépenses de la guerre de 1870, soit près de 9 milliards, et à l'indemnité payée à l'Allemagne, soit 5 milliards, mais encore à placer bon an, mal an, 2 ou 3 milliards de francs, annuellement à l'extérieur.

A la veille de la grande guerre, la France était créditrice partout, débitrice nulle part. L'or français ruisselait sur le monde.

Ce n'est certainement pas notre balance du commerce qui nous assurait une situation créditrice. Si nous nous reportons à la balance des comptes d'avant-guerre que nous avons donnés d'après M. Gide, dans notre chapitre relatif aux Conséquences des placements à l'étranger, nous voyons que les importations s'élevaient à 8.500 millions et les exportations à 7.000 millions.

La France remédiait au déficit de sa balance commerciale par d'autres éléments, additionnels et correctifs, de la balance des comptes. Parmi les éléments, il faut retenir les sommes laissées par les étrangers durant leur séjour dans notre pays. M. Gide, dans le tableau précité, évaluait à 500 millions les dépenses des étrangers. La Société d'Economie Politique de Philadelphie affirmait, en 1917, que les Américains venaient dépenser chaque année en Europe, avant la guerre, un milliard 800 millions de francs; si l'on accepte que la France avait à encaisser environ la moitié de cette somme, on se trouvera conduit à une évaluation assez sensiblement supérieure à celle de M. Gide, mais un calcul de ce genre comporte une large part d'approximation. En second lieu, il convient de tenir compte des sommes rapatriées par nos nationaux se trouvant à la tête de grandes entreprises à l'extérieur. Enfin et surtout il importe de considérer les intérêts des sommes placées par la France à l'étranger.

Du chef des placements à l'étranger, la France jouissait d'une situation exceptionnellement favorable qui allait sans cesse en grandissant. En 1890, on estimait notre fortune en

valeurs mobilières à 94 milliards, dont 74 milliards de valeurs nationales et 20 milliards de valeurs étrangères. En 1913, on évaluait notre masse de valeurs mobilières à 120 milliards, dont 70 milliards de titres français et 40 à 50 milliards de titres étrangers. M. Colson, dans son Cours d'Economie politique, indiquait que les valeurs étrangères figurant à la cote de la Bourse de Paris au 31 Décembre 1913, comprenaient 230 fonds d'Etat et 250 autres dénominations de titres dont le total s'élevait au chiffre ci-après (en millions) :

	Valeur nominale	Valeur en Bourse
Fonds d'Etat { Valeurs russes.....	13.600	12.400
{ Consolidés anglais.....	14.600	10.600
{ Autres titres.....	36.700	32.600
Assurances et banques.....	3.900	4.800
Chemins de fer.....	10.400	7.200
Canal de Suez.....	356	1.824
Autres valeurs.....	2.200	3.100
	81.756	72.524

Tous ces titres n'étaient pas en France, les étrangers en possédaient une certaine quantité, et M. Colson évaluait à 42 milliards de capital le montant des valeurs étrangères en France, avec comme revenu 2.200 millions.

Ces chiffres montrent l'existence d'un véritable trésor de guerre de la France à l'extérieur. Seule l'Angleterre avait, à cet égard, une situation meilleure; elle possédait 145 milliards de valeurs mobilières dont 96 de valeurs étrangères, parmi lesquels 44 avaient été prêtés aux colonies ou dans les dominions. Quant à l'Allemagne elle avait, d'après les évaluations de M. Helfferich, 100 milliards de valeurs mobilières dont 25 milliards

de valeurs étrangères, représentant pour la plupart des capitaux investis dans l'industrie allemande, notamment dans les entreprises métallurgiques et électriques établies en Russie, dans les Balkans, en Turquie, dans l'Amérique du sud et du nord.

La France avait d'abord constitué son portefeuille de valeurs étrangères en fonds d'Etat étrangers. Cette tendance s'expliquerait par les préoccupations des épargnants français vers les années 1890 et suivantes. Ceux-ci recherchaient avant tout la sécurité du placement, puis un intérêt un peu plus élevé que l'intérêt servi à des fonds réputés en France de toute sécurité.

Aussi bien la tendance dont il s'agit servait-elle les intérêts des grandes banques d'affaires et des grands établissements de crédit qui participaient aux syndicats d'émission des fonds d'Etats étrangers. Il est à noter ici que les Etablissements de Crédit de Paris parvinrent à une situation beaucoup plus forte que celle des banques de province par ce motif que les opérations en question, se faisant sur des tranches de centaines de millions et parfois sur un milliard et même davantage permettaient des bénéfices énormes que les banques de province ne pouvaient trouver dans de simples opérations d'escompte; d'où l'effort de ces dernières banques pour arriver à la participation aux émissions de fonds d'Etat, effort qui aboutit à la création de la Société Centrale des Banques de province. En se dirigeant vers les fonds d'Etats étrangers, épargnants et maisons de banque obéissaient d'ailleurs à l'impulsion du gouvernement dont la politique était, à ce point de vue, fonction des nécessités politiques générales.

C'est ainsi qu'une bonne partie de nos disponibilités nationales prirent le chemin de la Russie. D'après les chiffres plus haut cités de M. Colson, la valeur nominale des titres russes cotés à Paris en 1913 s'élevait à 13.600.000.000. Comment s'explique cette direction des capitaux vers l'Empire des Tsars ? « Jusqu'en 1914, dit M. Raphaël-Georges Lévy, l'Europe était partagée en deux camps, celui de la triple et celui de la double alliance : Allemagne, Autriche, Italie, d'un côté, France et Russie de l'autre. L'Italie, malgré sa situation dans un camp qui n'était pas le nôtre, recevait aussi nos capitaux en raison de son voisinage, de ses grands besoins de capitaux et aussi parce qu'un instinct très sûr nous avertissait que cette puissance n'était entrée dans le sillage de Berlin et de Vienne que pour des buts défensifs, et, comme nous savions que jamais nous ne serions les agresseurs, nous sentions que notre sœur latine ne pouvait qu'être à nos côtés. »

L'Autriche quoique inféodée à l'Allemagne, et la Turquie bien qu'animée de sentiments germanophiles avaient reçu de nous près de 3 à 4 milliards de francs. Nous prêtâmes aussi aux pays neutres européens ainsi qu'aux Etats sud-américains que nous croyions à l'abri d'un conflit grave et dont nous escomptions le développement économique.

A partir de 1900, une évolution se produisit dans la constitution de notre portefeuille en valeurs étrangères. L'épargne rechercha surtout les valeurs industrielles étrangères. Elle commença par faire une expérience malheureuse des obligations de chemin de fer de l'Amérique du nord et des valeurs pétrolifères. Si l'on suit les placements opérés en 1910-1911-1912 en valeurs industrielles, on constate les résultats suivants :

	Valeurs françaises	Valeurs étrangères
1910	779.000.000	3.908.000.000
1911	807.000.000	2.893.000.000
1912	1.646.000.000	2.651.000.000

La principale raison de l'évolution signalée réside dans la hausse du taux de l'intérêt des valeurs industrielles à la veille de la guerre, en conséquence de la dépréciation du capital des valeurs à revenu fixe. Le 3 % français, valeur absolument indiscutée dans le monde entier, cotait, en Juillet 1913, 83 fr. 35, le cours le plus bas qu'on ait enregistré depuis les tristes lendemains de nos désastres de 1870. Pour les 162 valeurs principales du marché français, la valeur nominale des titres entre décembre et juin 1913, accusait, dans le sens de la baisse, une différence de 2 milliards 417 millions. Or la vie devenait de plus en plus chère; l'épargnant français devant faire face à l'élévation croissante des prix, se laissait de moins en moins diriger par l'idée de la sécurité et se portait vers des valeurs fournissant un intérêt plus élevé que les valeurs françaises. En 1909 la moyenne de l'intérêt des valeurs françaises ressortait, en y comprenant les obligations et les actions, pour une série de 162 valeurs étudiées, à 3,21 %; la moyenne de l'intérêt des obligations étrangères était de 4,32 % et les actions industrielles offraient un intérêt moyen de 5,74 %. Les établissements de crédit se trouvaient donc poussés par leur clientèle même vers la recherche des titres de cette dernière catégorie.

Cette politique de placements à l'étranger a été l'objet de vives critiques qui n'ont pas peu influencé l'opinion publique. A n'entendre que récriminations et répliques, il semblait vrai-

ment qu'on tournât dans un cercle vicieux. Les uns disaient : « Nous avons pris de confiance ce que nous offraient les émetteurs »; et ceux-ci répondaient : « En vous l'offrant nous avons crû nous conformer à vos goûts et à vos préférences ». Beaucoup prirent les institutions bancaires comme victimes expiatoires. En 1909 et en 1910 une querelle fameuse s'éleva provoquée par les articles de Lysis dans la grande Revue. Les établissements de crédit étaient surtout accusés de réaliser de trop gros profits aux dépens des prêteurs, en faisant souscrire à ces derniers des titres à cours beaucoup trop élevés, et de ne pas apporter à l'industrie nationale une aide assez efficace en raison de l'excessive exportation des capitaux. Les banques étaient présentées comme recherchant uniquement l'affaire sans se soucier des garanties des prêts. Lysis dénonçait « l'escroquerie russe », montrant les finances de la Russie dans un état lamentable, insistant sur la piteuse situation intérieure de ce pays et concluant que celui-ci était incapable de répondre de tout ce qu'il empruntait. Testis, répondant à ces attaques dans la Revue Politique et Parlementaire, défendait les établissements de Crédit. M. Lefranc, dans *La Liberté du Commerce et des Etablissements de Crédit*, et M. Domergue, dans *La question des Sociétés de Crédit*, s'efforçaient de prendre une attitude impartiale au milieu de cette controverse.

Nous aidant des éléments et des arguments fournis par ces publicistes, nous dégageant, grâce au recul procuré par de longues années de guerre, de ce que cette querelle fameuse avait de trop passionné, nous voudrions apprécier dans son ensemble et sainement, la politique des placements à l'étranger.

On a prétendu que cette politique était imposée aux Établissements de Crédit par la situation créditrice de la France. Un pays, a-t-on dit, ne peut pas rester continuellement créditteur de l'étranger. En effet, il s'agit ainsi, par suite du mécanisme des balances des comptes déficitaires, soit la totalité, soit une partie de l'or des pays étrangers qui sont ses débiteurs continuels. Et très rapidement cette politique conduit au déséquilibre des changes entre le pays constamment créditteur et le pays débiteur, déséquilibre ayant comme répercussion fatale l'arrêt même des exportations de la part du pays créditteur vers le pays débiteur. Au contraire on va favoriser les exportations du pays débiteur vers le pays créditteur, de telle sorte que le change défavorable agira comme une barrière à l'importation dans le pays débiteur et une prime à l'exportation de ce pays. Il en résulte que le pays continuellement créancier, s'il persévère dans sa manière d'agir, verra son commerce extérieur nécessairement contrarié par les variations du cours des changes ; sa situation créditrice lui vaudra peut-être un jour des avantages plus illusoires que réels.

On soutenait donc, à la veille de la guerre, que dans le but d'éviter des dépréciations monétaires trop graves au sein des pays débiteurs de la France, il importait de les aider dans leur économie en leur apportant des capitaux destinés à leur permettre momentanément de faire le service des arrérages de leurs dettes, sans s'appauvrir de leurs monnaies d'or. Il n'est pas sans intérêt de souligner ici la ressemblance des problèmes d'avant-guerre et d'après-guerre. En ce qui concerne le projet d'un emprunt international pour liquider les réparations, on sait que l'Angleterre et d'autres nations ont demandé qu'une

partie de cet emprunt soit remis à l'Allemagne pour la mettre en mesure de faire face à ses obligations de réparation et préparer son retour à une productivité accrue. Une idée de même nature inspirait avant 1914 les défenseurs de la politique des emprunts consentis par la France à l'étranger ; il s'agissait de permettre aux pays débiteurs de la France de se constituer un outillage économique puissant, d'avoir une production plus intensive, et, par suite, des moyens de règlement après vente des marchandises :

Que valait cette considération ? Théoriquement elle était juste, mais, pratiquement elle n'était fondée qu'à la condition que les prêts faits à l'étranger servissent par la suite à la mise en valeur économique des pays emprunteurs. Si les prêts dont il s'agit servaient simplement au règlement d'arrérages immédiats, le prêteur jouait un rôle de dupe ; la situation de l'emprunteur devait à un moment donné, empirer, et le jour devait venir où l'énormité de dette du débiteur rendrait impossible tout service régulier d'arrérages.

Or les faits ont confirmé cette conclusion de bon sens. Dans un pays comme la Turquie, où il y avait un contrôle de la dette ottomane, dans un pays comme l'Egypte, où la France avait des moyens de surveillance de l'emploi des fonds prêtés, soit par des fonctionnaires attitrés siégeant dans les commissions internationales, soit par nos représentants dans les Conseils d'administration du Crédit foncier Egyptien, la politique des placements à l'étranger a été éminemment utile au double point de vue politique et économique. Aucun contrôle, au contraire, n'a existé en Russie. Les 12 ou 13 milliards prêtés par la France au gouvernement russe pour la reconstruction

de ses voies ferrées ou pour l'organisation de nouveaux réseaux, n'ont pas vraiment reçu l'affectation convenue, ils ont été consommés sans utilisation productive. Et ce gaspillage, dont nous souffrons aujourd'hui, montre l'imprévoyance du gouvernement français, qui a orienté nos disponibilités vers la Russie, celle de la masse des épargnants, celle aussi des Etablissements de Crédit.

Si l'on cherche à porter un jugement sérieusement réfléchi sur la politique des placements à l'étranger, il faut en outre relever diverses fautes commises dans la direction de cette politique.

Une première faute a consisté à fixer à des taux trop bas le cours de l'intérêt, étant donnés les risques courus et les conditions générales du marché. En 1910 la Turquie cherchait à placer un emprunt extérieur de 3 $\frac{1}{2}$ % que le marché de Paris consentait à placer à 87 francs de capital versé alors que la Deutsche Bank, qui était dans les meilleures conditions pour faire à la Turquie une situation avantageuse, ne consentait à faire le placement pour le même taux d'intérêt qu'à 81 francs. La place de Paris se montrait incontestablement trop favorable. De ce fait on peut rapprocher celui que signalait M. Weymark dans *Le Rentier* du 28 Septembre 1908. Au moment où furent introduites des valeurs Mines d'or sur la place de Paris, les cours cotés accusaient, sur l'ensemble du capital des mines d'or que l'on cherchait à introduire, une moins-value de un milliard par rapport au cours que l'on proposait sur la place de Paris. Politique manifestement défavorable pour les porteurs français qui répondaient aux invitations des Etablissements de Crédit.

Une faute plus grave a consisté dans la méconnaissance,

qu'il ne faut ni exagérer ni nier, des possibilités de développement de l'agriculture et de l'industrie nationales. « La France, avait dit au Sénat quelques années avant la guerre M. Raymond Poincaré, alors ministre des finances, est une infatigable créatrice de richesses. Elle travaille, elle produit, elle économise et voilà pourquoi son marché est toujours le plus vaste réservoir de capitaux qui soit au monde ». Mais il ajoutait : « Peut-être vaudrait-il mieux qu'une plus grande partie de cette richesse s'employât dans des entreprises industrielles et commerciales ». En 1912, dans une conférence faite à l'Ecole des Sciences Politiques sur les « Marchés de province », M. Lucien Brocard, professeur d'Economie politique à la faculté de droit de Nancy, insistait sur l'orientation excessive imprimée aux disponibilités nationales vers les titres étrangers : « En agissant ainsi, disait-il, nous nous comportons comme un industriel qui, ayant des capitaux disponibles, les mettrait à la disposition de ses concurrents et laisserait, faute de ressources, végéter sa propre entreprise ». La même idée se retrouve dans un discours prononcé par M. Ribot, ministre des finances, à la chambre des députés, le 7 mai 1915 : « Un grand pays, disait-il, ne vit pas de rentes et de placements. Il vit de travail et d'industrie. Il se tromperait singulièrement s'il croyait que l'abondance des capitaux qu'il peut exporter est une mesure de sa richesse ; il s'appauvrit s'il ne développe pas son outillage, son esprit d'entreprise, ses exportations. Et j'espère que ce sera une leçon que nous tirerons de cette guerre à savoir qu'il faut apporter dans le développement de nos affaires un esprit autre que celui qui a présidé jusqu'à présent à notre commerce ».

On considérait, avant la guerre, que notre industrie avait

assez de capitaux, que notre agriculture avait un outillage assez abondant et perfectionné. On admettait que les Français n'avaient pas le tempérament voulu pour devenir de grands capitaines d'industrie, qu'ils étaient voués à de petites affaires, ne pouvant comporter que des appuis locaux réservés aux banques de province. Le milieu des grands établissements de crédit n'accordait donc pas assez d'attention aux placements industriels nationaux qui constituaient, au contraire, l'essentiel de l'activité bancaire en Allemagne. Ces faits auront une importante répercussion sur la conduite financière de la guerre. Par suite de l'insuffisance des placements industriels en France, notre gouvernement fut obligé, durant les hostilités, de faire appel non seulement aux ressources immédiates de trésorerie et à l'épargne immédiatement disponible, mais encore et surtout à l'épargne accumulée par plusieurs générations. C'est parce que la France n'a pas suffisamment développé ses industries chimiques et métallurgiques, c'est aussi parce que l'ennemi occupe ou tient sous le feu des canons toute la région du Nord et de l'Est que l'on sera obligé de faire des achats considérables à l'étranger, alors que l'industrie Allemande trouvera dans le simple mécanisme des commandes d'Etat de quoi faire les bénéfices capables d'alimenter les emprunts de six mois en six mois. Au contraire la France, à cause de son épargne exagérée, de la proportion excessive de ses placements à l'étranger, a vu s'anémier sa puissance industrielle interne ; c'est pourquoi il lui fallut jeter dans la fournaise une grande partie de nos épargnes et un si grand nombre de vies humaines.

La présente critique comporte toutefois, en faveur des établissements de crédit, des atténuations qu'il serait injuste de ne pas faire valoir.

Nous avons déjà noté que la clientèle capitaliste, pour satisfaire à la cherté croissante de la vie ou même à des besoins de luxe toujours plus aiguisés, a recherché trop souvent, et sans assez de discernement, les valeurs à gros rendement. Elle s'est laissée fasciner par le mirage du lointain; le proverbe « Nul n'est prophète en son pays » n'a jamais été si vrai qu'en matière de placements. De son propre mouvement, l'épargne a donc pris le chemin de l'étranger qui offrait une rémunération supérieure. Les banques, il est vrai, n'ont peut-être pas, toutes suffisamment réagi contre ces tendances; elles ont cédé à l'attrait du moindre effort, de la moindre responsabilité, du bénéfice plus élevé. Mais on a vu des groupements tenter de nombreux et loyaux efforts en faveur des valeurs nationales, et se heurter, de la part de leurs adhérents, de ceux-là surtout qui n'appartenaient pas à des régions industrielles, à une sorte de veto dicté par les répugnances de leur propre clientèle. Les capitalistes, au lieu de s'en prendre à eux-mêmes, ont pris les établissements de crédit comme bouc émissaire; ils les ont chargés de la responsabilité exclusive de l'exportation des capitaux, fermant les yeux sur leur propre responsabilité. S'il y a eu erreur commune des épargnants et des banques, il est inique de prononcer seulement la condamnation de ces dernières.

Il importe, en outre, de rappeler que l'industrie française n'a rien eu à envier, sous la forme de l'escompte aux autres pays. Il n'en est pas où le taux ait été moins élevé, plus stable et plus régulier. De 1900 à 1914, il n'a pas varié plus de quatorze fois et n'a jamais dépassé 4,5 % tandis qu'il subissait, durant la même période, 79 fluctuations à Londres, 62 à Berlin, pour atteindre parfois, respectivement sur ces deux places, 7

et 7,15 %. Si le 30 juillet 1914, à la veille de la mobilisation générale, les circonstances l'ont, à Paris, porté à 5,5 % et à 6 % le 1^{er} Août, dès le 20 du même mois, en pleine bataille, il était ramené à 5 %. On ne peut mettre en doute que l'abondance des capitaux employés par les sociétés de crédit à la négociation des effets de commerce a exercé sur le taux de l'escompte une favorable influence, et ce n'est pas un des moindres services rendus par ces établissements.

Sans doute l'escompte, très propre à faciliter le fonds de roulement des entreprises déjà solidement assises, ne saurait suffire à celles qui sont en état de croissance ou de crise passagère. A celles-ci les avances à plus ou moins long terme, qui procèdent souvent du crédit personnel, sont indispensables. Or l'évolution bancaire en France affaiblissait la banque locale et créait en conséquence un obstacle à la généralisation du Crédit à l'industrie. Ce fait doit être mis en balance avec les avantages certains résultant de la modération du taux de l'escompte.

Mais il ne faut pas, d'autre part, oublier que le caractère essentiel des banques de dépôts s'oppose à l'octroi, du moins dans une large mesure, des avances à plus ou moins longue durée. Les dépôts à vue doivent avoir pour contre-partie des disponibilités immédiates. L'application rigoureuse du principe de la liquidité ne devrait jamais comporter d'immobilisations susceptibles d'y faire échec. Une réserve, sans doute, s'impose ici. Ce serait condamner les banques à l'impuissance, les réduire au simple rôle de gardiennes de coffre-forts que d'exiger d'elles, dans le cas d'une crise aigüe, une liquidité susceptible de faire face en un jour au retrait intégral des dépôts.

Le public si confiant aux heures de calme et de prospérité, mais trop nerveux et trop prompt à l'affolement dans les périodes fiévreuses, n'a pas compris au début de la guerre que l'intérêt, si minime soit-il, qui lui est servi de ses fonds en compte courant, en implique nécessairement l'emploi par les banques, au moins en opérations à vue et à court-terme, et que le moratorium des échéances commerciales devait entraîner le moratorium des retraits.

N'y avait-il pas, du reste, quelque peu d'hypocrisie dans les indignations qui se sont alors exprimées ? Trop nombreux sont les déposants qui, dans la semaine du 27 Juillet au 1^{er} Août 1914, ont pratiqué la thésaurisation bien au-delà de leurs besoins, même prolongés. Plus de circonspection, une conscience plus claire et plus loyale de la situation auraient atténué, sinon prévenu, la rigueur des mesures restrictives que beaucoup de banques de Paris et de province n'ont d'ailleurs jamais opposées aux demandes de leurs clientèle. Cette réserve faite, il faut cependant maintenir le principe de la liquidité qui, même contenu dans de justes limites, constitue un obstacle aux avances à l'industrie nationale.

Telles sont les excuses atténuantes dont les établissements de crédit doivent avoir le bénéfice.

Ces excuses conservent leur valeur lorsqu'on souligne une autre faute, connexe à la précédente, commise par les épargnants et les établissements de crédit, à savoir la faible quantité de capitaux consacrés à la mise en valeur des colonies françaises. Alors que l'Egypte seule, avant la guerre de 1914, avait obtenu de la France au moins 4 milliards, les colonies françaises n'avaient pas, à elles toutes, reçu une somme équi-

valente. Les placements en valeurs coloniales avaient mauvaise réputation ; peu s'en fallait qu'on ne les regardât comme des placements à fonds perdus. Au cours de la guerre, en conséquence des variations des changes, et notamment en Indo-Chine de la hausse de la piastre, ces placements furent de tout premier ordre. Certaines entreprises commerciales d'Extrême-Orient dont les titres étaient au pair de 500 francs, ont valu jusqu'à 3.800 francs. L'économie des colonies est solidaire de celle de la métropole et leur production matérielle nous a beaucoup aidés dans la conduite de la guerre.

En somme, l'emploi des disponibilités nationales en titres étrangers étant une question de mesure, la mesure semble avoir été dépassée, et cette orientation excessive, en privant le pays d'une partie de ses ressources, n'a pu que préjudicier à ses intérêts vitaux. Le gouvernement eut sa part de responsabilité, car souvent, dans les emprunts russes en particulier, les banques ne firent que suivre les directions gouvernementales. Les capitalistes eurent le tort de trop céder à l'attrait du rendement élevé des fonds étrangers. Les banques subirent souvent, favorisèrent aussi parfois ce penchant du public français. « On oubliait, dit M. Germain-Martin, que l'argent d'une nation n'est pas une marchandise comme une autre, ainsi que certains le prétendent. Les capitaux sont un des éléments les plus actifs de la force nationale et la direction à donner à l'épargne doit être étudiée en tenant compte de l'avenir du pays et de son développement. »

CHAPITRE II

La France pendant la Guerre

La guerre renversa la situation de la France. Notre balance des comptes fut bouleversée, le débit prenant une importance considérable et le crédit s'affaiblissant à mesure que diminuaient les sources de revenus. Banquiers du monde avant 1914 nous allions devenir un peuple emprunteur.

Les exportations baissaient, la production étant absorbée par la consommation intérieure, l'armée, la constitution des stocks. Au contraire les importations s'élevaient dans d'énormes proportions. De 1914 à 1916 l'importation des fers, aciers et produits analogues passait de 12.000 tonnes à 1.250.000 tonnes. Les denrées alimentaires étaient aussi importées en plus grand nombre : pour le sucre par exemple, en 1916, 30.000 tonnes de plus que pour l'année la plus forte d'avant guerre, 1912 avec 200.000 tonnes. La balance du commerce, nous l'avons vu, était déjà défavorable avant 1914 ; elle le devenait de plus en plus au cours des hostilités. Ce qui était plus grave encore, c'est que les éléments qui s'ajoutaient avant la guerre, à la balance du commerce pour le corriger et établir notre balance des comptes créditrice, cessaient d'intervenir en notre faveur. Les sources de revenus se tarissaient ou s'atté-

nuaient. Les étrangers appartenant à des pays belligérants ou neutres ne venaient plus en France ; le seul facteur qui, de ce chef, pouvait améliorer quelque peu notre balance des comptes, consistait dans les dépenses des troupes alliées sur notre territoire.

D'autre part, et surtout, les pays belligérants ennemis, qui nous avaient emprunté, allaient cesser le paiement des intérêts de leurs dettes : l'Autriche-Hongrie dès avant 1914, la Turquie en Novembre de la même année, la Bulgarie en Octobre 1915. Beaucoup d'Etats et de villes du sud de l'Amérique arrêtaient aussi le paiement de leurs coupons. Cet état de choses n'était que légèrement compensé par les placements effectués dans les pays neutres européens ou Américains du Nord, lesquels continuaient à produire des intérêts et même des intérêts accrus en raison de la prime des changes neutres.

Dans ces circonstances, dans la nécessité de drainer l'épargne vers le seul objectif de la défense nationale, comment aurait-on pu songer à l'exportation des capitaux ? Il fallut au contraire emprunter. Le 30 Avril 1915, les ministres des finances de France et d'Angleterre concluaient un accord en vertu duquel il était convenu qu'en échange d'un envoi d'or de 500 millions à Londres, il serait ouvert au Trésor français un crédit en livres sterling de 1.550.000 francs remboursables dans les années qui suivraient la conclusion de la paix. En Février, en Avril, en Août 1916, nouvelles conventions à base d'envois d'or, en échange desquels il est ouvert des crédits, réalisables par l'escompte en L. S. de Bons du trésor français, renouvelables pendant la guerre et les années suivant la conclusion de la paix. Nous nous adressâmes aussi aux Etats-Unis. En Octo-

bre 1915 un emprunt franco-anglais de 500 millions de £ fut émis. En Juillet 1916, nouvel emprunt de 100 millions de £ pour la France par l'intermédiaire de l'Américan Foreign-Sécurities Compagny. Des crédits furent consentis par les banques américaines. De son côté la ville de Paris empruntait en Amérique du Nord. L'aide financière des Etats-Unis s'accuse après leur entrée en guerre.

Non seulement la continuation d'une politique de placements à l'étranger devenait un non-sens, mais la sortie de ce qui restait d'or et de capitaux constituait un danger pour le pays. Cet or et ces capitaux devaient être dirigés vers la libération de la patrie, vers la victoire. D'ailleurs le change, après la cessation des crédits en notre faveur, devenait de plus en plus défavorable ; il fallait empêcher cette dépréciation de s'accroître. Obéissant à ces motifs impérieux, la loi du 4 Avril 1918 vint interdire toute exportation, sauf autorisation. Le 5 Avril le ministre des finances prenait un arrêté ainsi conçu : « Le comité exécutif de la commission des changes, institué par arrêté du 6 Juillet 1917, est désigné pour instruire les demandes de dérogations à la loi du 4 Avril 1918, accepter ou rejeter ces demandes. Le président de la commission des changes ou, à son défaut, un membre du Comité exécutif de cette commission, est délégué pour signer, au nom du ministre, les autorisations qui seraient accordées en exécution de la loi ».

Les restrictions à la prohibition se justifiaient à divers égards. La disposition légale pouvait être tournée ; mieux valait organiser judicieusement des exceptions au principe. D'ailleurs, malgré la forte baisse de notre change, l'exportation pouvait être parfois susceptible de bons effets. En fait il fut

accordé des autorisations d'exportation pour sauvegarder les intérêts des porteurs français, lorsqu'une société étrangère, dans laquelle nous avions des participations, procédait à une émission d'actions nouvelles.

La question qui paraît la plus intéressante, dans notre ordre d'idées, est celle de savoir dans quelle mesure la politique des placements à l'étranger, pratiquée avant la guerre, a pu nous être utile au cours des hostilités.

Il est certain que cette politique nous a fourni d'importants moyens de règlement. C'est grâce à elle que la France a pu, malgré ses dépenses de guerre, maintenir son change au pair jusqu'en février 1915, vis-à-vis de la pesetas, et jusqu'en avril de la même année pour le franc suisse. Les valeurs étrangères ont aussi facilité nos opérations d'emprunt. Des banques privées américaines ont consenti au gouvernement français des crédits contre le dépôt d'obligations Pensylvania et Chicago Milwaukee achetées aux porteurs français. Les porteurs de titres étrangers furent invités à prêter au gouvernement les titres qu'ils détenaient et ils permirent ainsi à la France de se servir de son grand réservoir de valeurs étrangères pour contracter des emprunts.

« Ainsi, dit M. Gallien-Lamarche, les valeurs étrangères qui étaient vraiment des titres internationaux, c'est-à-dire des titres cotés à différentes bourses, nous ont bien aidés durant la guerre. Les autres valeurs, celles qui n'avaient un marché qu'en France, nous furent moins utiles, les acheteurs étrangers les connaissant moins et ces valeurs ne présentant pas, d'autre part, les mêmes facilités de réalisation que les titres internationaux.... Notre pays avait placé son épargne sans se

soucier de la réalisation aisée des titres souscrits. En temps normal, le porteur français trouvait toujours preneur de son titre, car le marché de Paris lui était ouvert. Mais si l'on envisage l'arbitrage non plus de national à national, mais de français à étranger, la situation n'est plus la même. Le titre coté seulement à Paris n'offre pas pour l'étranger le même attrait que la valeur cotée à Londres, à New-York et à Paris. La réalisation sur une place étrangère, réalisation directe, ne peut être effectuée. C'est surtout le grand reproche qu'on pourrait faire aux placements français d'avant guerre, de n'avoir pas tenu compte suffisamment de la réalisation à l'étranger des titres offerts en souscription. Un prêt à l'étranger doit être considéré comme une avance qui doit pouvoir être facilement transmise, en cas de gêne, par le propriétaire à un autre porteur et surtout à un porteur étranger ; la vente sur le marché national ne faisant pas rentrer l'or qui a été prêté. Sans doute des négociations avec des groupes étrangers sont toujours possibles. Il faut cependant tenir compte des ennuis, des pourparlers et des pertes forcées que de semblables négociations entraînent. La leçon du passé servira certainement à mieux nous montrer notre véritable intérêt en matière de placements extérieurs ».

Nous souscrivons à ces judicieuses observations. Si l'on considère, dans le portefeuille français, le compartiment des valeurs étrangères, il apparaît que des services réels ne nous ont été rendus que par les valeurs dites internationales et par les valeurs des pays neutres européens. Les emprunts des Etats, provinces et villes sud-américaines qui souvent ne payèrent pas leurs intérêts échus ou qui les payèrent en funding, n'ayant

pour la plupart qu'un marché exclusivement français, ne purent être des instruments de paiement à l'étranger. Quant aux valeurs russes, on sait à quel désenchantement elles ont abouti. On connaît aussi la désillusion causée par les placements balkaniques, austros-hongrois, ottomans.

Dans la seule Russie, la France a engagé près de 13 milliards en fonds d'Etat sous différentes formes et 3 ou 4 milliards en valeurs industrielles, soit en masse de 17 à 18 milliards dont rien n'a été jusqu'à présent retiré. Du fait même de la guerre, surtout à partir de 1916, une grande partie de notre portefeuille n'a pu fournir des ressources pour la conduite financière des hostilités.

CHAPITRE III

La France après la Guerre

La situation financière de la France s'oppose de toute évidence à une reprise de la politique des placements à l'étranger.

L'importance de la dette extérieure s'accroît du fait de la hausse de la livre et du dollar. La question du règlement des dettes interalliées se complique singulièrement par suite de notre change défavorable et du refus de paiement de l'Allemagne dont, sur l'insistance même de nos alliés, la dette a été réduite. L'indulgence excessive montrée jusqu'à une date récente par le gouvernement français a facheusement réagi sur l'état de nos finances. L'attente et l'incertitude du remboursement par les Empires centraux des dépenses recouvrables sur eux en exécution des Traités de paix nous a forcés à prendre des mesures budgétaires alourdissant notre trésorerie. De fortes augmentations d'impôts ont été nécessaires. Des emprunts ont été émis en vue de la consolidation de la dette flottante et de la reconstitution des pays envahis. Emprunts en perpétuel ou à long terme, émissions continues de bons de la Défense nationale, emprunts indirects sous la forme des émissions du Crédit national, telles sont les directions de l'épargne vers la liquidation de la guerre et la réparation des ruines. La France a trop grand besoin de ses capitaux pour qu'elle puisse penser à les exporter.

D'autre part l'épargne a été sollicitée, depuis la fin de la guerre, par de nombreuses sociétés qui, ayant besoin d'un fonds de roulement plus élevé à cause de l'accroissement des prix des matières premières, des machines, de la main-d'œuvre, ayant à refaire ou à réparer leur outillage, ont dû faire appel au public par la voie d'émission d'obligations ou d'actions. L'épargne a été également sollicitée par un certain nombre de sociétés qui ont procédé à des augmentations de capital, soit à l'effet de convertir en actions d'importants bénéfices accumulés en réserves, soit à l'effet d'exprimer la plus-value nominale subie par l'actif immobilisé par suite de la dépréciation du franc. La concurrence entre toutes ces émissions s'est traduite par une élévation de revenu des valeurs mobilières françaises qui est de nature à détourner les capitalistes des placements étrangers.

Les idées directrices de notre économie ont d'ailleurs changé. On estime désormais qu'une nation vit surtout de travail et d'industrie. Quand nos capitaux auront achevé l'œuvre de liquidation et de réparation de la crise 1914-1918, il leur restera une tâche considérable : celle du développement de nos richesses naturelles et de l'exploitation de nos colonies.

Nous n'avons pas tiré de notre empire colonial tout ce qu'il était capable de nous donner. Notre change déprécié nous invite énergiquement à éviter l'augmentation des importations étrangères, or nos possessions d'Afrique et d'Asie nous offrent de larges champs d'exploitation qu'il serait bien maladroit de négliger. Le développement des colonies profitera à la métropole, fournira d'abondantes ressources, donnera aux capitaux une sérieuse rémunération.

Dans leur ensemble, les événements et les idées nouvelles nous poussent donc à l'abandon de la politique des placements à l'étranger suivie avant 1914.

Mais est-ce à dire que toute exportation de capitaux doive être dorénavant condamnée comme impossible ou inopportune ? Une affirmation aussi absolue serait inexacte. Elle doit être corrigée par deux observations importantes.

D'abord il apparaît qu'il est utile de maintenir les situations acquises dans les pays à change élevé. Les entreprises étrangères dans lesquelles nous avons des intérêts puissants peuvent avoir besoin de capitaux ; il importe que nous leur en fournissions afin de demeurer dans la place avec le même rang et de perpétuer notre influence. Quand une grande entreprise minière ou un groupe pétrolifère procède à une augmentation de capital, les Français possesseurs d'actions anciennes doivent souscrire à la nouvelle émission, sinon ils perdraient le bénéfice de leur situation antérieure et cette perte pourrait causer préjudice à la France elle-même.

En second lieu il importe d'acquérir des positions nouvelles dans les pays à change déprécié. Les participations financières sont trop utiles, individuellement et nationalement, pour qu'on néglige de les conserver ou de les créer. Nous avons vu, en effet, nos banques d'affaires prendre des participations en Bulgarie, l'Union parisienne et la Société Générale se ménager une large représentation dans la Banque des Balkans, la Banque de Paris et des Pays-Bas s'intéresser dans la Banque générale de Bulgarie et dans la Banque bulgare du Commerce. Nous avons assisté à la création du Crédit foncier franco-bulgare, institution française. La Banque de la Haute Silésie, au capital

de 250 millions de marks allemands, à la moitié de ses actions entre les mains d'un groupe français dirigé par la banque de Paris et des Pays-Bas et le Crédit industriel. Nos capitaux trouvent aussi des participations avantageuses en Pologne, en Roumanie, en Tchéco-Slovaquie. Il faut encourager ces tendances, profitables aux intérêts politiques et économiques de la France, pourvu qu'on n'oublie pas la nécessité primordiale de l'utilisation de nos capitaux sur notre territoire et dans nos colonies.

CONCLUSION

La politique de placement à l'étranger de l'épargne nationale n'est en elle-même ni absolument bonne ni absolument mauvaise.

Elle comporte des possibilités d'avantages et d'inconvénients qu'il convient de mettre en balance à une époque et dans un pays donnés.

L'opportunité doit présider aux directives des disponibilités nationales, tout se ramène ici à une question de mesure.

Cette mesure a été dépassée en France avant la guerre. Au détriment de notre commerce, de notre industrie, de notre agriculture, de nos colonies, notre portefeuille s'est exagérément garni de titres étrangers. Si cette politique d'exportation des capitaux, suivie avant 1914, nous a permis depuis la guerre d'effectuer d'heureux règlements, elle a conduit, d'autre part, à de cruelles mésaventures.

Les banques ont, sans doute, leur part de responsabilité dans les résultats fâcheux qui ont été constatés. Mais nous avons relevé les excuses atténuantes dont elles doivent équitablement bénéficier. Ce qu'il ne faut pas oublier, surtout, c'est que les établissements de crédit, l'oin d'avoir été les créateurs du mouvement d'exportation, n'ont souvent fait qu'obéir aux directives gouvernementales et aux tendances de la clientèle en

quête d'une rémunération élevée des capitaux. L'erreur a été générale. Il serait inique de l'imputer seulement aux banques. Et le principal reproche que l'on puisse adresser à celles-ci, n'est-ce pas, précisément, d'avoir été trop passives aux impulsions du public et du gouvernement lui-même en certaines circonstances, de s'être abandonnées aux courants dangereux, au lieu d'essayer de les remonter et d'assumer un rôle plus actif de conseil et de direction.

L'emploi de l'épargne nationale est une opération complexe et délicate à laquelle tous doivent collaborer : le public des capitalistes petits et grands, d'abord, les institutions bancaires, les pouvoirs publics. La fonction des banques et du gouvernement nous paraît être surtout d'éclairer la masse des épargnants et de l'orienter vers l'intérêt national. Aussi bien la conception de cet intérêt peut être incertaine, hésitante, arbitraire, à un moment et dans des circonstances déterminées : car ce n'est guère qu'à ses fruits qu'une politique est saine-ment jugée. C'est pourquoi nous rejetons, en principe, l'intervention de l'autorité de l'Etat dans le domaine envisagé. La liberté des placements sera la règle générale. Cette liberté ne sera entravée par des mesures prohibitives ou coercitives d'une efficacité d'ailleurs très douteuse que lorsque l'intérêt de la nation le commandera d'une manière évidente.

Vu : Le Doyen,

BERTHELEMY.

Vu : Le Président de la Thèse,

GERMAIN-MARTIN.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

APPELL.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.....	5
-------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

Essai d'Exposé Théorique de la Question des Placements à l'Étranger.....	10
CHAP. I — <i>Causes des Placements à l'Étranger...</i>	11
CHAP. II — <i>Conséquences des placements à l'Étranger.....</i>	19
CHAP. III — <i>La Question de l'Intervention.....</i>	34

DEUXIÈME PARTIE

Les Banques en France et les Placements à l'Étranger.....	51
CHAP. I — <i>La France avant 1914.....</i>	52
CHAP. II — <i>La France pendant la Guerre.....</i>	68
CHAP. III — <i>La France après la Guerre.....</i>	74

CONCLUSION.....	78
-----------------	----

